

2021年01月06日

友邦保险 (01299.HK)

深度分析

泛亚寿险标杆——内地分改子、迎接新气象

投资要点

- ◆ **代理人精英化之路可复制。**友邦推行“最优代理”策略已 10 余年，从新业务价值增长和新业务价值率企来看，成效显著。内地渠道头部代理人精英化已是必然趋势，未来代理人分层管理是方向。对友邦来说，维持目前高端代理人对高端客户的端与端联系，有望持续获得高溢价。公司的“最优代理”可以有效利用各个区域的中产阶级增长时间差异，实现复制，享受不同地区的中产阶级财富增长红利。
- ◆ **内地开启新一轮增长。**公司未来很长一段时间的看点在内地市场。李源祥先生在平安丰富的履历以及长期一线调研，使得其对内地市场有着独到的理解。我们测算，中性情形下（假设每年新开两家分支机构），友邦在 2021-23 年可获取保费分别 32.22/54.05/73.53 亿元，分别占 2019 年友邦内地总保费的 9.73%、16.31%、22.19%。远景来看，若友邦完成全国铺设，中性情形下需要 13 年至 2033 年。3% 的市占率（目前分支机构所在区域平均市占率）计，全国人身险公司总保费收入至 2033 年达 6 万亿（年增长约 5.5%），届时友邦中国年保费收入约 1800 亿元，较 2019 年的 331 亿元，CAGR 达 13%。
- ◆ **香港地区业务或边际改善。**2020 年在新冠疫情影响下，公司以代理人为核心的展业受到重创。上半年新业务价值同比-38%，新业务价值率同比-11.2pct。香港地区新单承压目前处于边际持续改善的状态，但基于疫情影响尚未完全消除，以及香港地区政治经济形势仍较复杂的大背景下，我们对公司中短期业绩增速持谨慎态度。
- ◆ **投资建议：**基于对未来持续盈利的较强预期，市场给予友邦一定估值溢价。尤其在内地分改子之后，有望一扫近两年新业务价值增速的颓势。目前公司对应 2020E P/EV 2.28x，我们采用 DDM 模型估算公司目标价 125.66 港元/股，首次覆盖，给予买入-A 评级。
- ◆ **风险提示：**疫情反复影响线下展业、香港市场持续萎靡、全球经济不景气。

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	36,297	47,242	43,711	49,353	54,609
同比增长（%）	-5.30%	30.15%	-7.47%	12.91%	10.65%
归母净利润（百万元）	3,163	6,648	5,165	6,676	7,680
同比增长（%）	-48.32%	110.18%	-22.31%	29.24%	15.05%
EPS（元）	0.26	0.55	0.43	0.55	0.64
EVPS（元）	4.51	5.13	5.38	6.19	7.12
PE	46.38	22.22	28.73	22.23	19.32
PEV	2.69	2.38	2.28	1.98	1.72

数据来源：wind，华金证券研究所

投资评级

买入-A(首次)

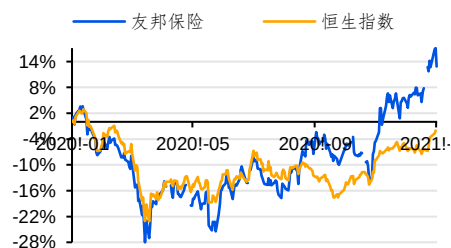
股价(2021-01-06)

95.15 元

交易数据

总市值（百万元）	1,150,786.76
流通市值（百万元）	1,150,786.76
总股本（百万股）	12,094.45
流通股本（百万股）	12,094.45
12 个月价格区间	60.05/98.75 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.88	4.57	16.56
绝对收益	6.91	20.9	13.74

分析师

崔晓雁

 SAC 执业证书编号：S0910519020001
021-20377098

报告联系人

范清林

 fanqinglin1@huajinsec.cn
021-20377065

相关报告

内容目录

一、泛亚寿险巨头的百年成长之路.....	3
二、专注寿险、专注个人、专注高净值	6
（一）执牛耳者——专注、专业的核心管理团队	6
（二）与集团高度捆绑的薪酬激励政策	7
（三）产品与服务：创造场景触发需求	9
（四）疫情下的科技驱动：前台数据化+后台自动化.....	12
三、高价值率背后的利器：最优代理策略.....	14
（一）术业有专攻——最优代理人策略	14
（二）内地代理人精英化进可攻退可守	17
四、立足香港及东南亚、走向内地.....	19
（一）核心市场的香港与内地.....	19
（二）友邦香港：充分竞争市场下的龙头	20
1、市场竞争激烈、离岸保费短期承压	20
2、内地赴港购险热情压制，保险理财诉求占主导	22
（三）故里新途：内地“分改子”开启新征程.....	24
1、“分改子”终落地，异地展业迈向全国.....	24
2、内地市场大有可为	27
（1）分支机构铺设的简单测算.....	27
（2）高端市场前景广阔	28
五、估值分析与投资建议.....	31
（一）香港市场短期承压、内地或给予厚望	31
（二）可比公司中盈利能力更强，估值溢价更高	32
（三）持续稳定的增长给予市场信心	34
风险提示	37
行业风险	37
公司风险	37

一、泛亚寿险巨头的百年成长之路

友邦保险控股有限公司及其附属公司（简称友邦保险，联交所上市，代码 1299.HK），最早可追溯到美国人史带于 1919 年在上海创立的美亚保险，即美国国际集团 AIG 的前身。1948 年，友邦远东总部从上海撤离至香港，关停内地业务。1992 年，AIG 在上海设立美国友邦保险公司上海分公司，标志着友邦保险重归内地。

2009 年，受美国金融危机拖累，AIG 集团陷入严重的财务危机，遂将盈利能力较好的友邦推向国际市场、分拆出售。随着与中国人寿、英国保诚的收购洽谈失败，友邦于 2010 年在香港实现独立上市，彼时 AIG 持股 32.89%，2012 年 AIG 出售完毕所持友邦股份。

友邦保险脱离 AIG 后，无控股股东与实际控制人，由一家属地美国、运营泛亚地区业务的跨国公司，成为香港地区本土公司。但公司持股 5% 以上股东仍是美国的机构投资者，且自上市以来变动不是很大。上市以来稳定的主要机构投资者为 Citigroup、JP Morgan Chase、The Capital Group Companies、BlackRock 等。

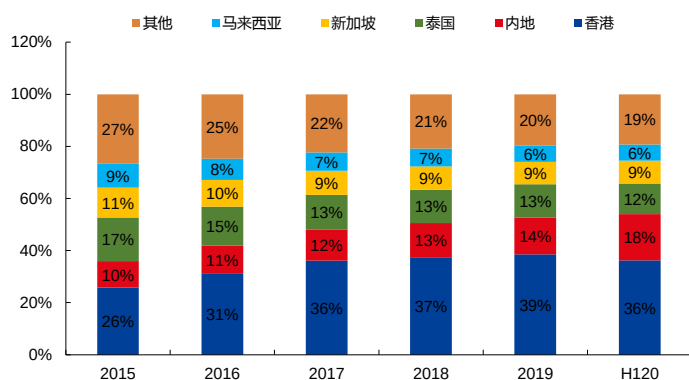
图 1：友邦保险历史大事记



资料来源：公司官网，华金证券研究所

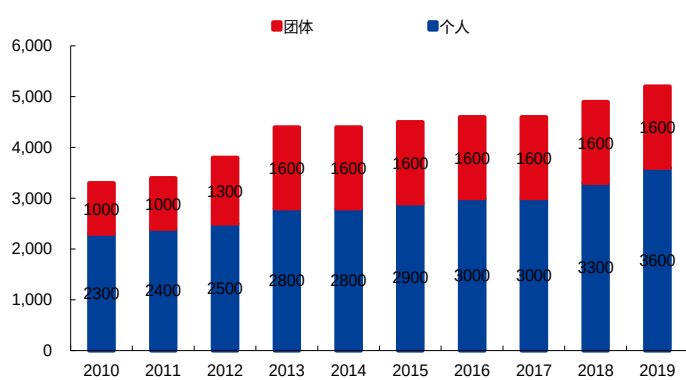
公司总部目前位于香港，稳居个人寿险新单及总保费市场首位。百年以来友邦专注泛亚市场，耕耘个人寿险，业务涵盖泛亚地区 18 个保险市场，包括中国（香港、内地、澳门及台湾）、泰国、新加坡、马来西亚、韩国、菲律宾、澳洲、印尼、越南、新西兰、文莱、柬埔寨、缅甸、斯里兰卡（附属公司 99% 权益）及印度合资公司（49% 权益）。友邦保险为超过 3600 万份个人保单持有人以及逾 1600 万名团体保险计划的参与者提供服务。公司在保险行业运营百年，运作经验丰富、商业模式成熟，是全球最大的跨国保险集团之一，也是稀缺的优质纯寿险标的。

图 2：友邦业务范围主要在泛亚地区（各地区保费占比）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 3：友邦为超过 3600 万份个人保单持有者提供服务（万份）

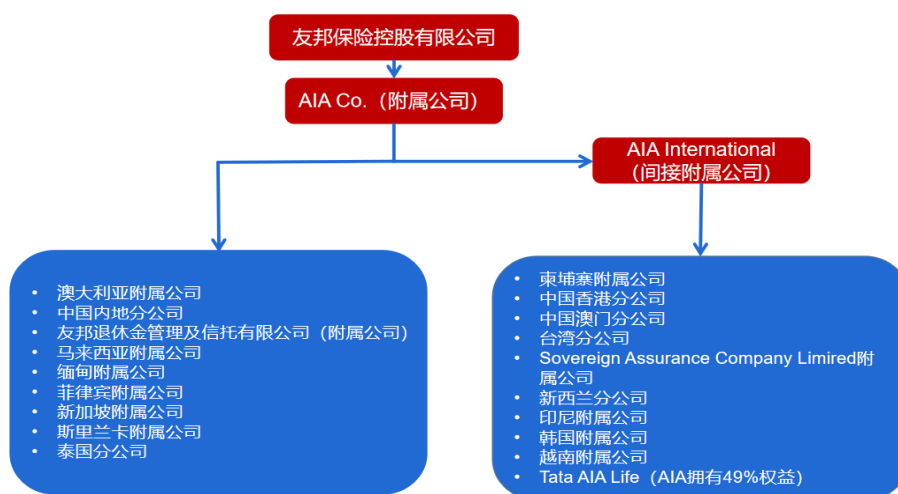


资料来源：公司公告，华金证券研究所

友邦保险作为泛亚地区最大的跨国独立上市保险公司，在泛亚各地区（除日本外）皆处于龙头地位，产品及服务涵盖寿险、意外及医疗保险和储蓄计划。此外也为企业客户提供雇员福利、信贷保险和退休保障服务。友邦旗下有多家分公司及附属公司，主要通过以下两家附属公司运营：（1）AIA Co.：注册成立于香港的附属公司；（2）AIA international：注册成立于百慕大的间接附属公司。

其中 AIA 澳洲和 AIA 香港构成较复杂，由两家主要附属公司共同构成。AIA 澳洲由四部分组成：AIA Co.的澳大利亚分公司、AIA 集团向澳洲联邦银行收购的业务、AIA International 的附属公司 Sovereign Assurance Company Limited 及 AIA International 新西兰分公司。而 AIA 香港也是由四部分构成：（1）AIA International 香港分公司、AIA International 澳门分公司、AIA Co. 承保的香港及澳门业务、AIA Co. 的附属公司友邦退休金管理及信托有限公司。

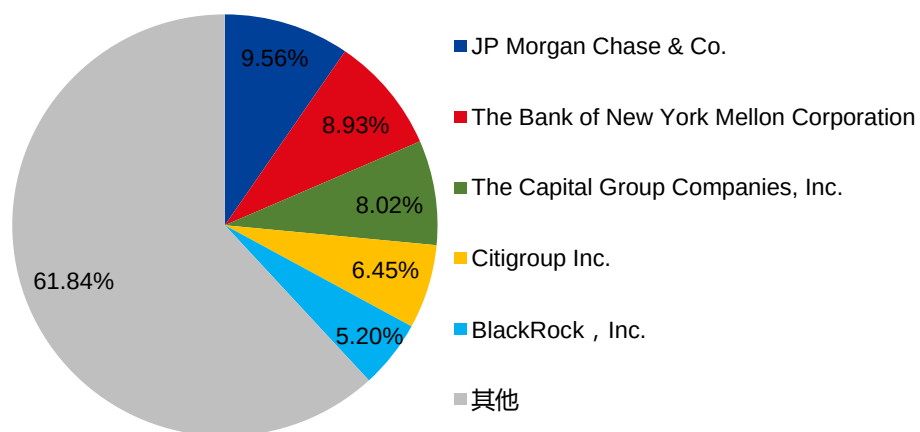
图 4：友邦保险公司架构图



资料来源：公司公告，华金证券研究所

2020 年以来，JP 摩根屡次增持友邦，截至 H120 末，JP 摩根持有公司股份 11.57 亿股，占比 9.56%。据港交所披露资料显示，8 月 31 日 JP 摩根继续增持友邦 1.87 亿股，均价 80.32 港币/股。H120 末，持股 5%以上的股东占已发行股本总数的 38.16%。分散的股权，以及机构投资者多以长期财务投资为主，赋予了友邦管理团队较大的灵活度，有利于管理效率的提升。

图 5: 友邦股权结构较为分散 (H120 末持股 5%以上股东)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

二、专注寿险、专注个人、专注高净值

（一）执牛耳者——专注、专业的核心管理团队

自 2010 年友邦脱离 AIG 实现独立上市后，友邦再无实际控制人，目前由董事会成员进行一切重大决策并对股东负责。友邦保险董事会由四部分构成：审计委员会、风险委员会（由营运和财务风险委员会组成）、薪酬委员会和提名委员会，共计 11 名成员。友邦保险董事会成员是来自各行各业的精英，包括商界、政届监管机构等，均受过优质的教育，专业知识过硬。年龄多在 50 岁以上（50~60 岁 3 人，60~70 岁 3 人，70 岁以上 4 人），董事会成员均有着丰富的金融从业经验，比如执行董事李源祥先生 54 岁（出身新加坡金融管理局、浸淫保险行业超 30 年）、Cesar Velasquez Purisima 先生 60 岁（曾任菲律宾财政部长、菲央行货币委员会成员）、。

现任独立非执行主席谢仕荣先生，毕业于香港大学后即加入友邦，彼时友邦仍隶属于 AIG，在友邦呕心沥血 59 年。作为最了解友邦各个市场运营模式的掌舵人，谢先生带领友邦走大变强，也见证了友邦重归内地市场。其他如策略总监马崇达、大中国区首席执行官陈荣声、南亚及澳洲区域首席执行官黎以诺、东南亚区域首席执行官陈学旅等，均是保险行业资深从业人员，从业年限多达二三十年，且有着过硬的专业背景。马崇达先生为英国精算学会资深会员、陈荣声先生为 FSA/MAAA/CIA 多家学会会员、陈学旅先生在新加坡曾有丰富的学术和监管经验。

表 1：友邦董事会及高管团队核心成员履历

职位	姓名	年龄	个人履历
独立非执行主席及 独立非执行董事	谢仕荣先生	82 岁	“全球保险名人堂”首位华人成员，1961 年即加入友邦保险，1983 年升任公司 CEO，1991 年晋升为 AIG 执行副总裁，至 2009 年任公司任职 48 年。现任本公司提名委员会主席以及薪酬委员会及风险委员会成员、友邦慈善基金的董事。谢仕荣先生深谙保险经营之道，带领友邦保险在泛亚地区一步步做大做强，2019 年位居全球寿险市值首位。
执行董事、集团首 席执行官兼总裁	李源祥先生	54 岁	2019 年 11 月任公司首席执行官兼总裁。北美精算师资格，自 1993 年进入保险行业后便一直深耕其中。先后就职于保诚亚洲总办事处、保诚香港分公司/台湾分公司、信诚人寿，2004 年随梁家驹先生空降平安，从平安人寿董事长特别助理一直做到平安集团总经理。亲手推动了平安的代理人改革，提出“健康人海”，其他包括一二元市场及业务条线划分管理等，深度参与平安的寿险业务管理，对内地市场有着独到的理解。
策略总监	马崇达	56 岁	英国精算学会资深会员，于 1989 年起即在香港工作，于 2014 年加入公司，在此之前就职韬睿惠悦亚太区保险行业董事总经理及香港办事处总经理。更早之前，任 Clerical Medical 国际寿险业务及合资韩寿险企 Coryo-CM 亚太区负责人、香港行政总裁。
区域首席执行官	陈荣声	52 岁	FSA/MAAA/CIA 学会会员，保险行业从业经历丰富，曾任台湾南山人寿执行副总裁。在友邦任职已有 32 年，目前负责中国香港/台湾/澳门、中国内地、菲律宾及韩国经营的业务，曾在两岸四地多个区域担任要职。
区域首席执行官	黎以诺	54 岁	亚洲保险从业经验二十余年，曾在保诚集团亚洲担任多个高级职位，包括韩国公司行政总裁、马来西亚公司行政总裁，英杰华保险公司南亚地区董事总经理。2011 年加入友邦，曾任马来西亚首席执行官，目前负责泰国、越南、澳洲、新西兰、印度经营的业务。
区域执行官	陈学旅	53 岁	自 2005 年起便涉足保险领域，曾任新加坡寿险协会会长、新加坡保险学院副主席及泰国寿险协会副会长，后任新加坡金融监管局保险署署长。陈先生曾在大东方人寿新加坡担任首席执行官，于 2011 年加入友邦，任职多地地区高管，目前负责东南亚地区如马来西亚、新加坡、印尼、柬埔寨、缅甸及文莱的业务。

资料来源：公司官网，华金证券研究所

从区域组织架构来看，友邦一直秉承本土化运营原则，各子公司、分公司相互独立。公司设立三大区域首席执行官，提用在当地运营经验丰富的人才如内地子公司张晓宇。保险行业的运营，运营的不仅仅是产品，更是社交，与人脉圈、资源圈的联系相当密切。各地的文化习俗不一，聘用本地化运营经验丰富的人才，可以充分发挥其主观能动性，实现因地制宜的发展。公司上市以后，以激发地方活力为着力点，精简集团管理职能、降低人员规模、优化管理成本，将人才更多输送到区域，同时将集团层面战略职能更多赋予地方，区域授权范围大大增加。

2020年6月1日起，李源祥接任黄经辉为集团首席执行官兼总裁，李源祥先生曾在保诚、平安人寿有过丰富的从业经验。其2004年随着有“亚洲保险教父”之称梁家驹先生加盟平安人寿，担任董事长特别助理。服务于平安十余载。李源祥参与并操刀平安寿险的多项重大改革，在2010年银保迎来强监管时期其提出“健康人海”战术，持续进行代理人改革，发展强个险业务。直到现在，个险代理人渠道仍是平安，乃至整个行业的保费规模与价值贡献的核心渠道。

2020年李源祥出任中国内地子公司友邦人寿的董事长，与原友邦保险中国区首席执行官张晓宇搭配合作。拥有丰富本土化运营经验的李源祥+本土化培养的张晓宇，将在内地分公司改子公司的契机下，开创友邦内地市场的新纪元，内地市场将为百年友邦带来新的活力。

（二）与集团高度捆绑的薪酬激励政策

公司管理层的长期稳定运营离不开有竞争力的薪酬激励机制，薪酬政策的制定需要与公司发展战略相结合，往往可以体现一家公司的软实力。公司通过短期奖励、长期奖励，多劳多得的策略提升薪酬公平性，达到激励员工、促进公司成长的目的；福利及津贴为雇员提供医疗及养老保障；雇员购股计划，将雇员个人奉献度与公司整体业绩表现相结合，使雇员与公司利益相关者相一致，一方面提高了雇员工作积极性，另一方面降低管理人员为谋私利做出危害股东利益的事情的风险。

表 2：友邦管理层薪酬激励机制

组成部分	目的	厘定基准	惯例附注
基本薪金	基本薪金为薪酬的固定现金部分，以招聘及挽留人才	基本薪金乃根据各职位的具体职务及责任、内部等级排名、市场惯例、个人经验、表现及其他因素厘定，以吸引及挽留具备所需能力以达致集团业务目标的雇员	薪酬委员会每年对照友邦保险的国际保险同业公司及广泛市场水准检讨薪金，薪金调整（如适用）一般于3月1日起生效
短期奖励	短期奖励按表现以现金形式支付，以肯定及奖励达致本集团目标及个人的贡献	短期奖励的目标及最高金额乃依据个人的职务及责任，以及可变及总体薪酬待遇的竞争力而厘定	短期奖励的支付金额乃基于本集团的财务表现指标的达成情况和个人的贡献而定
长期奖励	长期奖励乃以与表现挂钩的受限制股份单位及购股权形式授出；两种奖励方式旨在结合管理人员与股东的利益，及奖励和激励作出重要贡献或预计将在未来发挥发挥重要作用的参与者	长期奖励的授出价值乃依据个人的职务及责任、表现及潜力，以及可变及总体薪酬待遇的竞争力而厘定；集团首席执行官兼总裁及主要管理人员薪酬的重要部分乃以长期奖励提供	长期奖励乃酌情授出，并逐年厘定参与者；奖励乃以受限制股份单位及购股权形式授出，旨在所有权和奖励之间取得平衡，并通常于三年后归属；受限制股份单位的归属须符合预设的表现要求
福利津贴	福利计划为友邦保险雇员形成财务安全网，并包括相关法规可能规定的福利；福利乃长期雇佣关系的	福利计划的设计具有市场竞争力并完全符合当地法规；津贴可在配合当地市场惯例以确保整体报酬待遇的市场竞争力的	集团首席执行官兼总裁及主要管理人员参与退休计划，并获得医疗及人寿保险等福利

组成部分	目的	厘定基准	惯例附注
	一部分,是总体薪酬价值的组成部分; 津贴于有需要时提供	情况下提供	
雇员购股计划	雇员购股计划为雇员提供股份投资及获得相应配送股份的机会,旨在促进及鼓励持有友邦保险股份	已通过试用期的所有雇员均可参与雇员购股计划,最高出资额为基本薪金的某一百分比或计划的最高限额	参与者可就在薪酬委员会所批准的投资限额内购买的股份获得配送股份; 配送股份于三年后归属

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

公司在制定薪酬激励机制时, 兼顾长期和短期的动态平衡, 并不会过度牺牲规模求价值, 也不会放弃利润求规模, 其中最核心的指标是新业务价值 NBV。在 2019 年短期奖励计划指标中, 公司以新业务价值增长为主要目标 (占短期计划指标的 60%), 税后营运盈利与额外内含价值增长这两项则考虑到公司成长性与盈利能力, 不盲目追求各个市场份额的提升或保持高占比。长期奖励计划指标则通过奖励与表现挂钩的受限制股份单位及购股权, 致力于保护股东权益, 力求利用股东资产为股东创造更多价值。奖励一般于三年后归属, 意在稳定股价, 鼓励管理层通过市场管理, 长期引导股价良性发展。

公司于 2011 年 7 月 25 日采纳雇员购股计划, 通过促进及鼓励雇员持有友邦保险股份, 达到长期挽留的目的, 将员工利益与公司长期发展长期捆绑, 提升团队的凝聚力, 这也是目前公司普遍采用的激励机制。根据雇员购股计划, 通过试用期雇员可选择购买本公司股份, 并在参与计划三年后获授配送的受限制股份, 就每购买的两股股份收取一股受限制配送股份。配送股份可由雇员购股计划的受托人在市场上购买, 或透过本公司发行新股份而获得。同时为了保持公司股权结构的合理性, 公司规定于 10 年期内根据雇员购股计划可发行的股份总数, 不得超过雇员购股计划采纳日期已发行股份数目的 2.5%。

图 6: 短期薪酬激励指标

新业务价值	+	产生的基本自由盈余	+	税后营运溢利
60%		15%		25%
新业务价值为本公司所公布一年销售额的估计经济价值		产生的基本自由盈余为业务产生的自由盈余, 但不包括投资新业务产生的自由盈余、投资回报差异及其他项目自由盈余		税后营运溢利为本公司根据国际财务报告准则业绩计算而公布的税后营运溢利

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 7: 长期薪酬激励指标

新业务价值	+	按内涵价值基准本公司股东应占权益	+	相对股东总回报
1/3		1/3		1/3
新业务价值为本公司所公布一年销售额的估计经济价值		内涵价值权益为本公司所公布内涵价值、商誉及其他无形资产的总和。内涵价值为有效寿险业务的估计经济价值, 包括本集团资产负债表的净值, 但不包括未来新业务应估的任何经济价值		股东总回报为股份于表现期间内的复合年度回报, 包括该期间股价变动及所收取 (及再投资) 股息总值。此指标以友邦保险与各同业公司于表现期内股东总回报进行比较

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

极具竞争力的激励机制为公司招揽了行业顶尖人才, 前任 CEO 黄经辉先生 2019 年度目标薪酬总额 702 万美元, 其中基本薪金/短期奖励/长期奖励占比分别为 15.4%/28.2%/56.4%, 此之前的 CEO 杜嘉琪先生长期奖励占年度薪酬比长期保持在 60%以上。2019 年, 李源祥先生从平安转战友邦, 2020 年度目标薪酬总额达 702.5 万美元 (其于平安 2019 年度薪酬为 1607 万元, 约合美元 245.89 万元), 长期激励占比 56.4%, 达 396 万美元。长期激励占较大权重, 可有效

提升核心管理团队稳定，战略定力更足。此外，为补偿李源祥先生由平安转会友邦而失效的长期奖金等，“转会费”高达 2815.11 万美元，约合人民币 2 亿元。

（三）产品与服务：创造场景触发需求

我们在前文描述过，公司主要为个人提供保险服务，即主打个人寿险产品，辅以团体寿险。保险产品往往存在着信息不对称，一方面，大部分购买保险并没有做好充分的了解和准备工作，这就在选购产品时处于弱势地位；另一方面，由于保险条款繁多，且险企产品的页面展示，往往过于简约，部分重要信息并未囊括。消费者可能会产生抵触/不信任的心理，最明显的结果就是保险需求频次较低，弱需求特征明显，国内情况犹然，这就是保险产品的销售呈现出强供给弱需求的根本原因，保险需求的潜在挖掘空间仍较大。

保险公司的销售策略看起来大同小异，目前均以产品超市的方式陈列。但其中些微差异往往最能体现公司的风格，友邦中国的网站页面设计简约，要点突出，针对个人和企业分别设置了不同的产品配置方案。其中产品介绍导航栏下，有着不同的需求栏目供消费者阅览；而在人生际遇篇章，则是从生活场景切入，来触发保险购买需求。点击产品介绍一栏，会根据消费者背景（年龄/婚育/需求）推送不同的产品。

图 8：友邦中国产品导航页



资料来源：友邦中国官网，华金证券研究所

图 9：友邦中国人生际遇导航页



资料来源：友邦中国官网，华金证券研究所

图 10：中国人寿产品导航页



资料来源：中国人寿官网，华金证券研究所

图 11：平安人寿产品导航页



资料来源：平安人寿官网，华金证券研究所

保险产品的功能，主要分为保障型和储蓄型。友邦主要售卖四大类寿险产品，分别是：传统分红寿险、传统非分红寿险、万能险、投连险。公司在产品设计上着力提升单品价值率并以更新迭代提升用户粘性，期限设计上更偏向长久期、以期缴为主；保障责任上以多功能为特点，总结来看即混合储蓄+保障功能，在保障层面如重疾险设计上，注重差异化责任。这其实与国内头部险企的拳头产品销售策略相差无几，友邦的目标客群以中高端用户为主，以高价值渠道（高端代理人）、高频次服务（提升用户粘性、挖掘潜在需求）来出售高价值产品。

表 3：友邦保险人身险种类及明细

保单类型	重大条款及条件	应付给付说明	市场
分红寿险，具备酌情分红特点	分红产品包括保障及储蓄元素。于身故或期满时应付的保证基本款项可因红利或分红而增加，红利总金额乃按独立基金的资产及负债的表现厘定。当地法规一般规定保单持有人于已宣派红利的最低比例	分红产品包括保障及储蓄元素。承保的基本金额于死亡或到期时支付，可能附带红利或分红，总额按某个特定的资产及负债基金的表现而定。当地规例通常规定宣派红利的最低保单持有人比例	新加坡、中国内地、马来西亚
	其他分红业务	分红产品包括保障及储蓄元素。承保的基本金额于死亡或到期时支付，可能附带红利或分红，保险公司全权决定宣派红利或分红的金额，视乎投资经验等因素而定	香港、泰国等
非分红寿险，年金及其他保障产品	于身故、期满、疾病或伤残时支付的给付属固定及有保证，非由保险公司酌情决定	保险公司无权决定应付给付	全部
投资连接式	单位连结式合约结合储蓄及保障，保单的现金价值取决于单位化基金的价值	此等产品可能以储蓄产品为主，或会将储蓄结合保障元素	全部
万能寿险	客户根据帐户结余内累积的指定限额支付灵活性保费，由保险公司厘定利率的利息及可由客户更改的身故给付于有关帐户结余入账	给付乃按帐户结余计算，按保险公司所定利率存入利息，及视客户而定的身故给付	全部

资料来源：公司公告，华金证券研究所

保险产品的设计较为复杂，尤其是高端保险产品，很难从性价比去衡量。友邦的保险产品一度被消费者称为“保险中的爱马仕”，不言而喻，其价格相对高昂。友邦的销售策略，尤其是内地，一贯以中高端客户这一细分赛道为主要抓手。不同于简单提供产品，公司一站式保险服务，提供家庭风险防护网，其中的溢价不是提供单品所能媲美的。

我们以其旗舰产品为例，2020 年下半年友邦更新出加裕智倍保 3，其本质上是一款含身故终身重疾险，类似平安福 2020。从价格层面来看，30 岁无吸烟习惯的男性，每千美元费率为 24.87 元（缴费期 25 年），整体上较上市险企产品略贵。而从细分条款来看，加裕智倍保 3 的保障范围及比例并无出彩之处，但癌症多次赔付可将间隔期缩短至 1 年，不过要以保额牺牲为代价（保额缩减至 50%）。

翻开友邦的产品介绍页面，不难看出，偏保障型产品条款繁多并且充斥着相当多的专业词汇，普通消费者的阅读体验较差，而往往也只关注保额/保费之类的量化指标。此时专业代理人的重要性就大大凸显了，中高端消费客户相较而言价格敏感度更低，更愿意支付额外的服务溢价，而保守的产品设计也使得公司能获取更高的利润，与客户之间形成良性的利益平衡。

表 4：友邦旗舰品加裕智倍保 3 简要分析

产品名称	加裕智倍保 3
基本形式	58 种危疾+44 种轻症+13 种儿童疾病，危疾（不能独立生活、须做手术脑动脉瘤除外）保障终身，100%保额；不能独立生活保障至 65 岁，100%保额，脑动脉瘤保障终身，50%保额。轻症（不含骨质疏松）保障终身，20%保额；骨质疏松保障至 70 岁，10%保额，其中 10 种轻症单项最高赔 5w 美元。
严重传染病	世卫组织认定的公共卫生事件，连续住院 3 日及以上，赔付 20%保额，最高 5w 美元。
保额叠加	30 岁及之前，上述危疾保额叠加 50%；31 岁及之后，上述危疾保额叠加 35%。如 30 岁罹患癌症，保额为 150%，31 岁则 135%；如为脑动脉瘤则分别为 75%和 67.5%。
身故保障	身故时赔付现时保额（从原保额中扣除因危疾、轻症、儿童疾病及严重传染病赔偿预支的保额），以及一笔终末期分红。
分红	每年公布一次非保证分红。分红及收益率：长期（70 年以上）保证收益率约为 0.8%，预期收益率约为 5.0%
保费测算	30 岁男性，无吸烟习惯，每千美元费率 24.87 美元，缴费期 25 年
注意事项	主险 100%保额赔付，责任就终止了，即身故/重疾/轻症/传染病等等，只要是赔付的额度叠加在一起达到基本保额，那么合同就终止了，即各项责任共用保额。 豁免：只有配偶身故或罹患重疾后，保费可以不再继续缴纳。保费缴纳分为 10/18/25/30 年。并未注明均衡保费（虽然大概率不会调整），后续若赔付提升等可能提升保费。
亮点	1) 美元保单，分析单一货币风险；内地在港居民一个价，不分开定价 2) 特选重疾多次赔付：癌症/中风/心脏病可多次赔付，即在基本额度 100%用完后，依旧享有上述三种疾病的额外四次赔付，也就是可以再叠加 400%保额。 3) 多次赔付的普通重疾间隔期一年，癌症 3 年；癌症可选择灵活赔付，即将间隔期缩短至 1 年（非常好），但保额缩减至 50%。值得注意的是，中风和心脏病的第二次赔付需要新发（这点在所有港险都是）。 4) 严重传染病后，保费降低 20%。 5) 星选寿险计划：在经历投保人买房/结婚/生子时（投保人 60 周岁保单周年日前），可购买额外终身寿险计划，每项大事只可用一次，同一投保人最多两次；两次相隔至少两年；人生大事发生日起的半年内行使；保单未曾发生过索赔。 6) 每项保额不超过①50 万美刀；②该计划原有保额的一半；③为购置住宅物业取得的按揭贷款金额。 7) 加入 AIA Vitality 健康程式，保额提升 10%；会员级别升级，最高加至 15%。

资料来源：华金证券研究所

我们在前文论述过，公司以其高质量的代理人服务、高价值的产品及体贴细腻的高频次业务，深受中高端用户的信赖。友邦保险提供终身陪伴式保险服务，涵盖风险预估、预防、诊断、治疗、康复等身体风险发展的各个阶段，不仅限于为客户提供保障，还包含了改善客户健康水平，提升治疗效果等，终身陪伴式保险服务使得友邦客户粘性增强，带动重复销售增长。

AIA Vitality 是友邦保险推出的帮助客户养成良好生活习惯的 APP，为 12 个市场提供全面的健康计划。截至 2019 年 12 月底，公司健康计划会员总数超过 170 万人，每天超 80 万条锻炼记录，21%的会员 BMI 得到改善，39%会员的胆固醇水平改善至健康水平，足以见得 AIA Vitality 对客户身体的帮助。目前公司在各市场提供超 100 项结合 AIA Vitality 的保障产品。友邦保险针对不同客户进行差异化寿险产品设计，如为富裕客户提供个人医疗服务；为年轻家庭提供教育储蓄计划；为女性提供乳腺癌保险产品；为长者提供养老计划等。

业务的强劲发展离不开产品的持续更新迭代,在产品研发与升级方面,友邦作为行业领军者,秉持不同市场不同策略、更新迭代提升粘性的方法。如针对马来西亚市场伊斯兰教徒推出符合伊斯兰教义的保险产品,人性化的融入本土,同时也巩固了市场地位。

表 5: 友邦分地区重大事项及产品推出节奏

区域	重大事项及产品研发升级
香港	2010 年友邦保险控股有限公司于香港上市、推出“至尊医疗计划”; 2012 年推出“进泰安心保”重疾产品 2015 年推出“AIA Vitality”健康计划; 2017 年推出“都市三保”和“多重智倍保”; 2018 年推出长期储蓄计划-充裕未来; 2019 年推出互助式助销工具“全保理财分析”
中国内地	2010 年推出全佑一生五合一全面保障; 2011 年全佑一生产品升级; 2014 年针对年轻家庭推出长期保障及教育资金产品; 2015 年针对高净值客户而设立的产品; 2018 年推出数码工具“Master Planner”; 与微医建立长期策略伙伴关系; 2019 年旗舰产品“全佑一生”升级; 在天津和石家庄市增设营销服务部
泰国	2012 年推出终身重疾计划; 2015 年推出新一代 iPoS 平台; 2016 年于曼谷开设 AIA Leadership Centre; 2017 年与曼谷银行达成策略性银行保险伙伴合作协议; 2018 年推出网上自助服务网站 MyPage 和电子支付工具; 2019 年启动与 Medix 的区域性伙伴关系
新加坡	2010 年推出多次赔付重疾保障意外医疗险; 2011 年推出 Family First 期缴单位连结式计划; 2016 年推出合二为一 Savest 计划; 2017 年推出“AIA Quality Healthcare Partner”、糖尿病护理计划; 2019 年对“My AIA SG”升级
马来西亚	2010 年 AIA AFG Takaful 合资公司正式营业, 提供符合伊斯兰教义的产品; 2013 年完成于 ING 马来西亚业务的全面整合、 推出 Empower 单位连结式产品; 2015 年在 iPoS 平台推出“Lifestage Plane Option” 2017 年推出聊天机器人“Ask Sara”; 2018 年推出使用率超 80%的数码工具“AIA Life Planner”; 2019 年与 Public Bank Berhad 建立策略性伙伴关系
其他	2013 年通过收购 Aviva NDB Insurance 在斯里兰卡展开业务; 增持印度合资公司 Tata AIA Life 的股权至 49%; 2014 年于花旗银行达成长期银行保险合作协议, 覆盖亚太 11 个市场; 2015 年 iPoS 于多市场推广使用; 2017 年在柬埔寨取得保险牌照并开展业务; 2019 年 11 月友邦保险获得缅甸经营牌照

资料来源: 公司公告, 公司官网, 华金证券研究所

(四) 疫情下的科技驱动: 前台数据化+后台自动化

2020 年新冠疫情的突然爆发，使得各大险企代理人无法开展线下拜访业务，如何实现线上保单签订成为弥补线下展业损失的关键。近些年来险企的转型伴随着数字化程度的提升，在疫情的冲击下数字化加速推进。相比一些险企依托外部 APP，如阿里云、钉钉、腾讯会议等，拥有成熟自开发内部数据化前台和自动化后台的友邦显现出巨大的优势，友邦中国迅速优化现有电子化平台，并使代理人熟悉完整的电子销售流程，2020 年有近 80% 的活跃代理人通过电子平台销售新保单。代理人不光可以远程完成整个保单的销售与理赔，还可以通过线上电子平台完成在线培训等，这一切与友邦的“科技驱动的领先优势”不谋而合。

智能前台 iPoS

智能化代理人展业平台-iPoS 于 2012 年推出，数字化交易流程大幅提升代理人效率，包括核保、保单签发等，同时简化客户购买流程、提升用户体验，整个保单签发过程处理时间也由原来的平均 5 天缩短至 30 分钟，大幅节省客户时间。目前 iPoS 仍是友邦保险代理人的主要工具。

“流动办公室” iMo

2014 年公司推出第二代交互式流动办公平台-iMo，以减轻友邦代理人及代理主管工作量。iMo 可进行招聘工作、客户深度挖掘，以及面对面销售及培训等，iMo 与 iPoS 相辅相成，使得远程办公能力得到升级。

代理人职业规划器——Master Planner

2018 年公司推出 Master Planner，旨在协助团队管理者进行代理人绩效评估、业务规划、新代理人招聘等等，同时还可以对主管进行培训。Master Planner 进一步提升代理人产能，助力团队建设。

图 12：友邦中国 2020 年数字化工具简介



资料来源：公司官网，华金证券研究所

2019 年友邦保险在合计 3,700 万次客户互动中，超 30% 已全面自动化，即在无须人手操作的情况下完成。在公司所有新业务中，90% 以上是通过数码形式递交，其中 62% 的申请以自动核保程序完成。

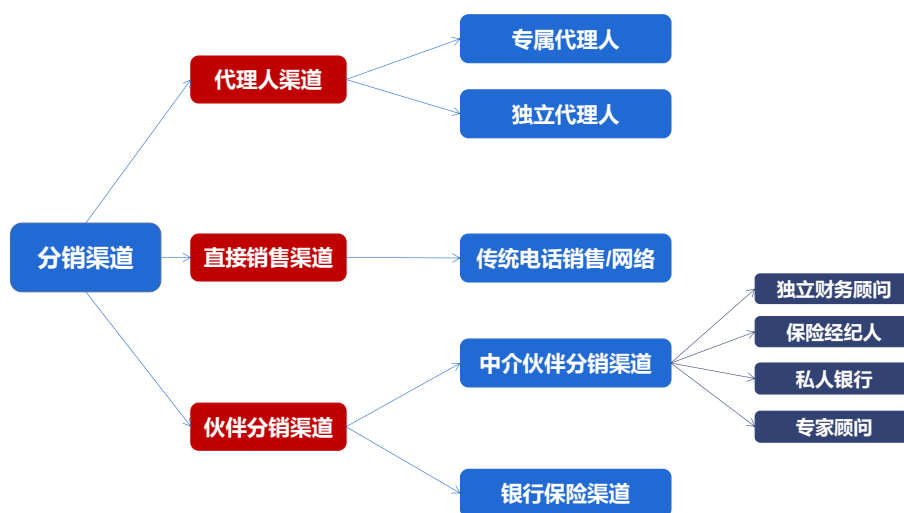
三、高价值率背后的利器：最优代理策略

（一）术业有专攻—最优代理人策略

保险作为可选消费产品，从消费三力的角度来看，除了品牌力、产品力之外，渠道力尤为重要。友邦的多渠道体系发展至今主要分为代理人渠道和伙伴分销渠道，其中伙伴分销渠道包括银保渠道和中介渠道，公司口径当中将直销也纳入伙伴分销。银保渠道方面，公司与多家跨国银行及本地银行建立长期战略合作关系，如与花旗银行在 12 个地区开展独家合作、与泰国最大的盘谷银行展开策略性伙伴合作。此外，公司开始进行策略性银保的数码化转型，利用数据分析增强端到端客户体验，优化物色新的销售对象，提升销售转化率。

同时，在非传统策略性伙伴合作中，公司通过赋予额外价值服务提升吸引力，如在内地与微医合作，友邦客户可以优先享用微医服务，友邦也成为了微医超过 1.8 亿注册用户的首选寿险与医疗保险方案供应商。2018 年微医完成的 5 亿美元 Pre-IPO 融资，友邦参与领投。

图 13：友邦销售渠道简图

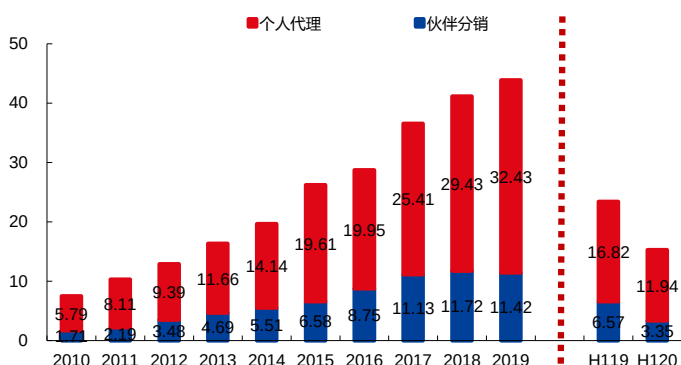


资料来源：公司公告，华金证券研究所

友邦的渠道核心在代理人，从新单 FYP 贡献来看，代理人渠道常年贡献 60%以上的保费，价值贡献则更为突出，上市以来十年 NBV 贡献基本上持续稳定在 70%以上。代理人渠道的高价值率亦是明显，整体 NBVM 持续提升，上市以来由 2010 年的 39.4%提升至 2019 年的 75.3%，高于伙伴分销渠道的 50.1%。H120 受新冠疫情影响，新单大幅减少，公司产品组合变动，承保开支超支，NBVM 下滑至 69.9%。代理人渠道高价值贡献的原因在于，公司自 2011 年起在香港地区推行的“最优代理人”策略，并成功将经验复制到其他经营区域。

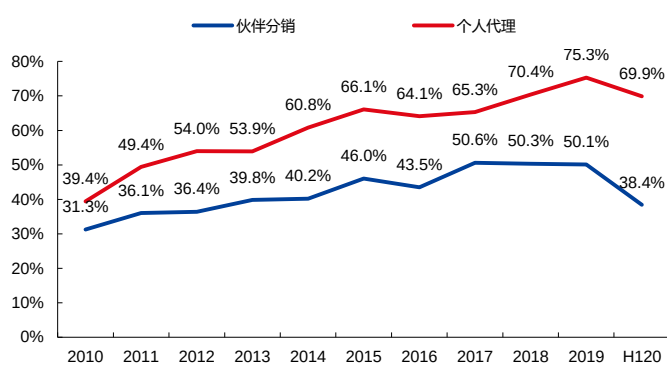
“最优代理人”策略成功探索出高端代理人对接中高端客户的端与端的道路，从前端代理人招募、培训，到拜访客户、完成签单，及后续跟踪服务等，包括代理人绩效考核，形成完备的“高端代理人”培养体系。这种策略在前期可能会耗费较多的时间和精力，但与大规模粗放式增员不同的是，“最优代理人”为公司全职专属，无论是生产力还是活动率，都大大提升。公司年度业绩发布 PPT 显示，从 2010 年到 2019 年，公司活动人力数量提升 2.1x，活动人力产能提升 2.7x。

图 14：友邦保险分渠道 NBV



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 15：友邦分渠道 NBVM

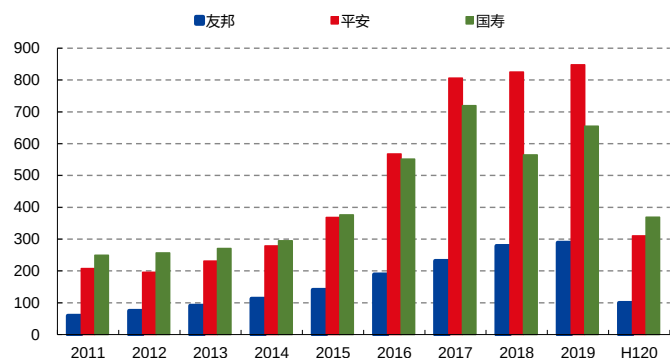


资料来源：公司公告，华金证券研究所

2019 年公司整体活跃代理人人数增长 5%。在东南亚地区，公司过去三年在泰国、马来西亚、越南、印尼和菲律宾提出优质招募计划，优质增员是代理人团队管理转型的核心，旨在把好入口。优质招募人员比一般新入职代理平均近 2 倍活跃度，产能也明显提升。在中国内地，持续的“最优代理”策略带动新入职代理人及活跃代理人数量的提升。

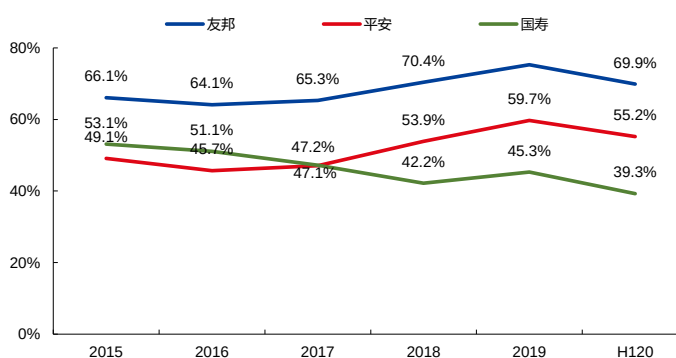
友邦“最优代理人”策略维持了稳健的新业务价值 NBV 增长，尽管 NBV 绝对值相比平安/国寿等内地险企存在差距，但胜在稳定、波动较小，公司立足于多个区域，能最大程度分散单一市场业务下滑的风险。在新业务价值 NBV 上，尽管友邦表现中规中矩，2011-2019 年从未出现负增长，增幅长期保持稳定。此外，友邦新业务价值率 NBVM 具有绝对的竞争力优势，国寿、平安等内地寿险龙头尚且难以望其项背。高 NBVM 的背后，是优质的代理团队+电子化后台+嵌入式客户关怀+管理层方向性决策等多方面合力的结果。

图 16：友邦、国寿与平安的 NBV 比较（亿元人民币）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 17：友邦代理人渠道 NBVM 高于平安及国寿



资料来源：公司公告，华金证券研究所

控制增量，优化存量，代理人团队的高价值产出与友邦精英学院等职业生涯培养环节密切相关。公司着力于打造自己的精英代理人团队，连续 5 年成为拥有百万圆桌会员最多的寿险集团，高学历高产能代理人是友邦保险制胜的王牌，也是同业内保险公司的未来发展方向。友邦致力于团队精英化，一方面提高入职门槛，另一方面持续对代理人及管理人进行职业生涯培养，以下是友邦两个代表性职业培养计划，分别针对管理人员及代理人。

AIA Leadership Centre (ALC)

AIA Leadership Centre 是于 2016 年设立于泰国曼谷的人才培训中心，为集团主管人员提供培训。该中心的核心课程集中于行政人员发展、分销能力、及专业技术培养，旨在提升公司高级行政人员、分销主管，以及资深分销伙伴的知识和技能。与各职能部门及地区业务现时提供的综合学业计划相辅相成。

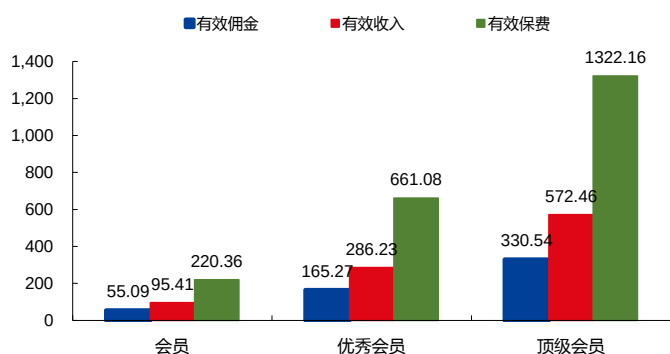
友邦精英学院

友邦精英学院 AIA Premier Academy 成立于 2011 年并繁盛发展至今，成立目的是培养年轻的优秀保险专业人士，活跃代理人的培养为友邦集团持续注入新鲜生命力。LIMRA 为友邦精英学院设计专属课程。LIMRA 是由多家金融及保险公司组成的国际性组织，旨在协助成员专注应对现今市场种种与行业相关的挑战，以改善其市场推广及分销成效。

在公司最优代理人策略下，源源不断地有活跃代理人成为百万圆桌（MDRT）会员 MDRT 是全球性的独立协会，由来自 70 个国家和地区的 500 多家公司的 72,000 多名世界领先的人寿保险和金融服务专业人员组成。MDRT 会员资格是国际公认的人寿保险和金融服务业务的卓越标准，亦是所有优质寿险销售人员追求的目标。以中国内地为例，2020 年 MDRT 普通会员任职资格为有效佣金/有效保费最低为 21.4/64.2 万元人民币，其中至少 50% 的佣金/保费来自于风险保障类产品。从收入层面来看，年度销售保险及理财产品至少达 37.07 万元。以平安 2019 年披露数据为参考，代理人人均年收入为 7.57 万元，无论是以 MDRT 的佣金口径还是收入口径相比，MDRT 展现出的高收入优势相当明显，高收入的背后必然是高产出。

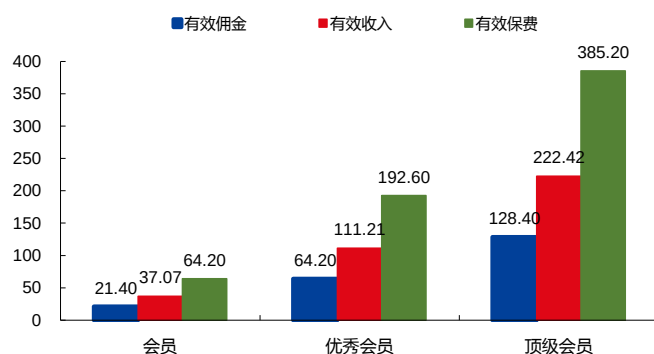
友邦保险各市场 MDRT 会员总数量连续 5 年全球第一，代理人团队销售经验丰富。尽管友邦保险在中国内地分公司展业时期受限于政策无法拓展经营网点，经营范围被限制在北京、上海、广东、深圳、江苏省、天津市以及石家庄市，但其 MDRT 会员数量仅次于中国平安；同样在香港，友邦国际旗下 MDRT 会员数量仅次于香港保诚，势均力敌。

图 18: MDRT2020 年要求（香港，万元港币）



资料来源: MDRT 官网, 华金证券研究所

图 19: MDRT2020 年要求（内地，万元人民币）



资料来源: MDRT 官网, 华金证券研究所

表 6: 2019 年全球前 100 名 MDRT 会员数量中国内地市场公司排名

排名	公司	会员数
1	中国平安	6,454
4	友邦中国	2,577
8	招商信诺人寿	1,212
10	中国太平	1,161
17	永达理经纪公司	783

排名	公司	会员数
20	中美联合大都会人寿	735
23	中国人寿	619
26	中国太保	579
30	华夏人寿	531
32	中信保诚	494
41	中宏人寿	387
55	泰康人寿	266
56	中意人寿	257
61	中英人寿	230
66	明亚保险经纪公司	212
85	大同保险销售与服务	154
92	新华人寿	142

资料来源：MDRT 官网，华金证券研究所

表 7：2019 年香港市场各险企 MDRT 会员数量

排名	公司	数量
1	香港保诚	4,142
2	友邦国际	4,003
3	宏利国际（香港）	1,179
4	安盛中国	763
5	太阳人寿	434

资料来源：MDRT 官网，华金证券研究所

（二）内地代理人精英化进可攻退可守

代理人队伍的转型近些年来已经成为行业共识，无奈在外部环境，譬如 2020 年在新冠疫情的影响下线下展业大打折扣。代理人转型节奏有所放缓，导致险企在规模与价值之间的取舍与平衡稍有摇摆。

一方面，我们坚定的认为，基于对终端消费者的把控，内地险企的渠道改革核心仍在代理人，把好增员入口优化存量质量是提升团队质量的必由之路。我们在多篇保险行业相关深度中论述过，参考境外发达保险市场，保险代理人占城镇人口的 1% 多为行业天花板，代理人大进大出固然可以在短时间带来大量新单保费，但后续管理如果不到位，业绩断崖式下滑也不是不可能的事情。唯一的解决方式就是不断招人填充旧人缺口，造成的后果是波动较大且不确定性很高。在基于代理人是改革核心的基础上，我们认为另一方面**代理人改革的重点是，向友邦的“最优策略”靠拢，或者说代理人分层建设中，头部的精英化是必然趋势。**

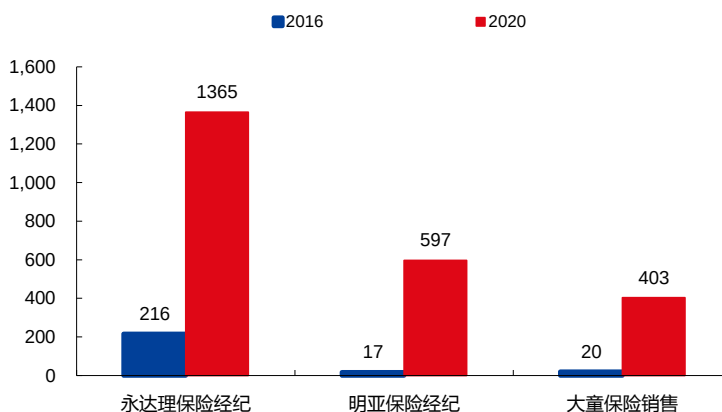
从触达终端消费者的渠道来说，近几年第三方经纪平台火速崛起，以高性价比重疾险及年金险为突破口。从普通民众的保险意识不断提升来看，似有加速行业产销分离的趋势。实际上从保险经代渠道的寿险保费贡献来看，银保监披露的数据不足 10%。我们认为代理人在渠道中的核心地位短期不会松动，至少对于头部险企如此，产销分离的过程，影响最大的是定价权的出让。从近两年不断刷出地板价的重疾险行业可见一斑，据我们草根调研得知，某些中小险企在与平台的合作中，以牺牲价值换取规模，在恶性价格竞争中成效并不是很明显；而规模困境又使得没有

专属代理人团队的中小险企暂时无法摆脱对平台的依赖。而不仅仅在重疾险领域，包括快返型年金、长久期年金、增额终身寿险，中小险企也存在让利的危险。

从分层市场理论中，中高端市场价格不敏感消费者，对保险服务的专业性要求更高，容易产生品牌路径依赖，这与头部险企持续打造高质量代理人相辅相成，这一过程会持续深化。而中低端市场以寻求高性价比保障/较高收益率理财为主，近两年来，以城市新兴白领阶层崛起为标志，对保障险如重疾险/理财险如养老型年金的需求加剧，第三方平台趋势崛起。同时，一鱼多吃的商业思维也决定着，代理人渠道的地位稳固。

目前判断保险行业产销分离向美国等靠拢还为时尚早，即经代渠道占据主导地位（保费贡献常年维持在 50%）。但下游营销渠道的话语权的确在提升，这又倒逼险企在稳固行业话语权时，必须强化代理人渠道，其中最有效也是唯一的应对措施，就是发展专属精英代理人。从第三方保险经代的 MDRT 会员数据来看，永达理/明亚/大童近几年发展迅猛，永达理保险经纪更是一举突破 1000 人达到 1365 人，在 2020 年内地规模中仅次于友邦。

图 20：内地保险经纪商 MDRT 会员数量比较



资料来源：MDRT 官网，华金证券研究所（2020 年数据截至 2020 年 7 月 1 日）

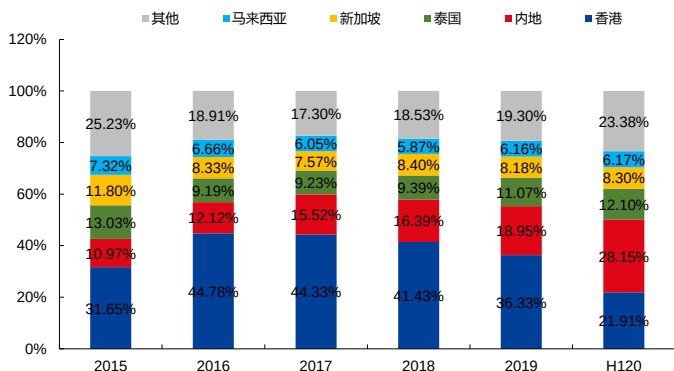
四、立足香港及东南亚、走向内地

（一）核心市场的香港与内地

友邦保险作为泛亚地区寿险龙头，扎根域内 18 个市场，其中最为核心的是公司大本营的香港市场、迅速崛起的中国内地市场以及一直稳定发展的泰国、新加坡、马来西亚市场。友邦以其高效的管理团队、精良的代理人团队，以不断创新的产品、体贴入微的服务吸引客户，数字化保单交易模式提升效率。毋庸置疑，友邦保险是泛亚地区最具竞争力和潜力的巨头之一，据招股说明书显示，以直接个人及团体有效保单保费口径计算，友邦于 2009 年即在中国香港/澳门、新加坡、泰国、菲律宾等地市场份额为第一，其他如马来西亚、印尼为第 3。内地市场受制于公司性质（外资独资分公司）业务拓展受限，有限的分支机构导致市场拓展。

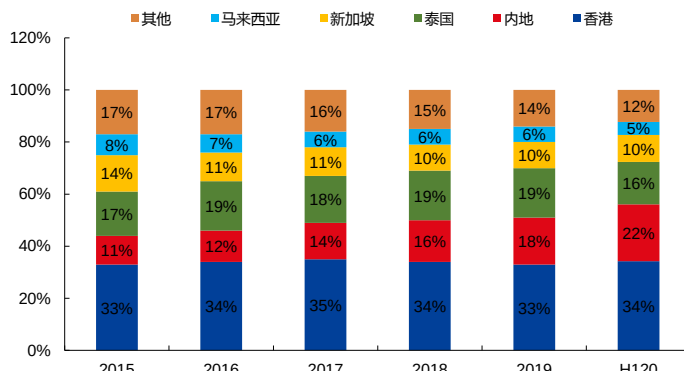
从保费/利润贡献来看，香港地区无疑是公司稳定发展的基本盘，近五年来，香港地区在总加权保费贡献中占比在 37% 左右，税后营运溢利在 33% 左右。内地市场发展迅猛，总加权平均保费占比由 2015 年的 10% 提升至 2019 年的 14%，税后营运溢利则是由 11% 提升至 18%。新马泰市场表现稳定，新加坡/马来西亚/泰国总加权保费占比稳定在 9%/7%/13%，税后营运溢利则为 10%/6%/19%。新单表现来看，内地贡献度提升明显，尤其在疫情影响下，各地市场萎靡不振，内地市场新单贡献占比逆势提升至 28.15%，超过香港的 21.91% 跃居第一。

图 21：各市场新单保费贡献



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 22：各市场税后营运溢利贡献

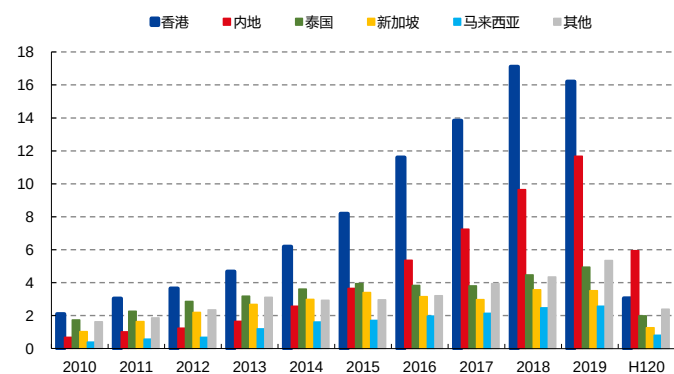


资料来源：公司公告，华金证券研究所

2019 年下半年香港市场受社会动荡影响，内地赴港购险客户大幅下降，也导致了友邦香港市场 2019 年度表现不佳。尽管如此，友邦香港市场新业务价值 NBV 仍是所有市场中占比最高，2019 年达 36.62%。值得一提的是，内地市场表现强劲，尤其是新业务价值率 NBVM 在 2019 年高达 93.5%。价值率的持续提升带来新业务价值的强势增长，内地 NBV 贡献由 2010 年的 8.97% 增长至 2019 年的 26.36%。内地新业务价值向香港市场追赶，贡献比差距由 2010 年的 18.73% 缩小至 2019 年的 10.26%。中国内地市场和香港市场新业务价值占比高达 63%，毫无疑问两大市场对公司贡献突出，香港/内地一老一新，一个是业绩基本盘、一个是增长新动能，是友邦持续发展的核心市场。

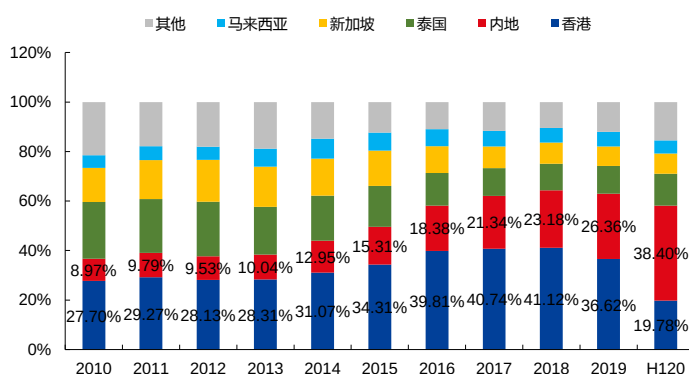
2020 年在新冠疫情的影响下，内地市场展现出强劲的韧性。内地上半年 NBV 一举超越香港位居第一，占公司全部 NBV 份额达到历史新高的 38.40%。

图 23：友邦主要细分市场 NBV（亿美元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 24：友邦主要细分市场 NBV 份额



资料来源：公司公告，华金证券研究所

（二）友邦香港：充分竞争市场下的龙头

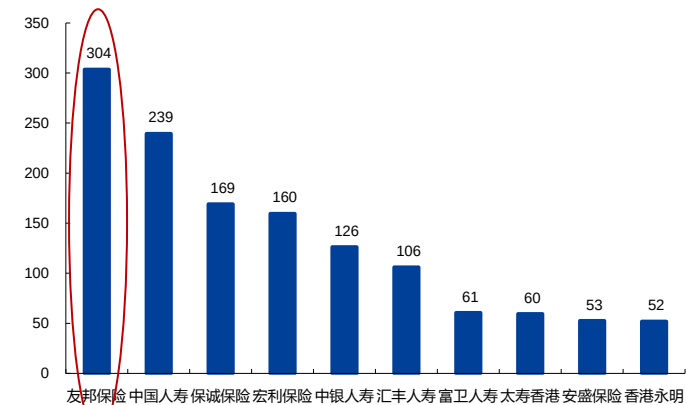
1、市场竞争激烈、离岸保费短期承压

距离 1841 年谏当保险行由广州迁入香港，香港保险业已走过 179 年的历史。作为全球三大金融中心“纽伦港”之一，香港寿险业高度发达，保险渗透率（深度）常年位处世界主要经济体前五。从竞争格局看，自由贸易港的环境催生了充分竞争的金融环境，保险市场亦是如此。据香港保险业监管局披露数据，截至 2020 年 9 月末，香港地区总计 165 家授权营业保险公司（对比国内 90 家寿险企、88 家非寿险企¹），其中 53 家经营长期业务；2365 间持牌保险代理机构，8.64 万名持牌个人保险代理，以及 2.68 万名持牌业务代表（代理）。

个人寿险新单保费市场份额方面，2019 年 CR3 达 47%（CR5 为 66%），市占率第 7 的富卫人寿及之后，新单份额均低于 5%。头部险企中，友邦的个险新单保费市占率 2020 年前三季度达 13.64%，继续保持首位。公司上市以来直到 2017 年，业务扩张态势明显，2018 年稍有停滞，2019 年出现下滑。总体上，个人寿险新单保费由 2010 年的 36.09 亿港币增长至 2019 年的 303.63 亿港币，CAGR 达 26.70%，市场份额由 6.21%提升至 20.08%（市场第 5 跃升至第 1）。

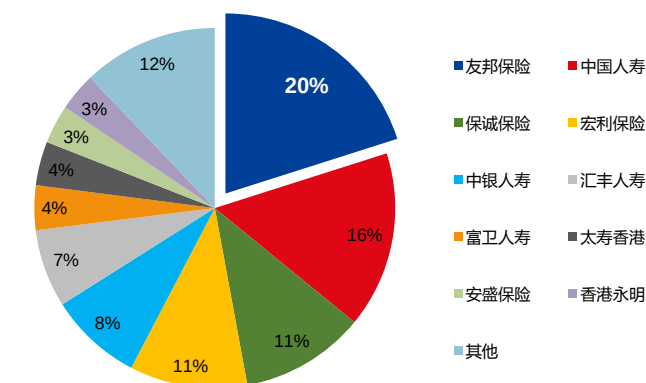
从存量保单来看，2019 年长期有效保单业务保费 CR3 和 CR5 分别为 50%和 68%，市占率第 6 名的中银人寿及之后，保费份额均低于 5%，友邦以 21.82%的份额位居第一，高于第二名保诚保险的 18.36%。

图 25：2019 年香港地区分公司个人寿险新单保费（亿元）



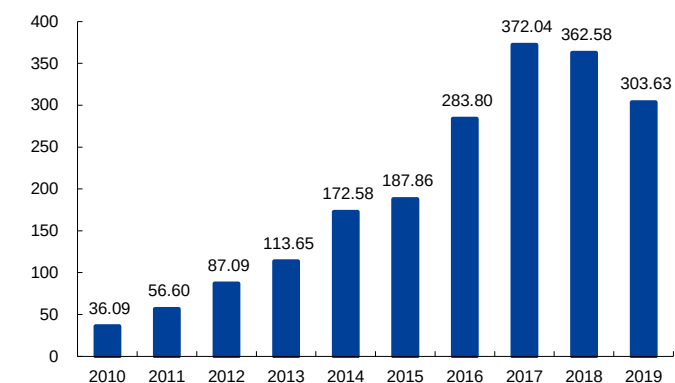
资料来源：香港保险业监管局，华金证券研究所

图 26：2019 年香港地区个人寿险新单保费份额



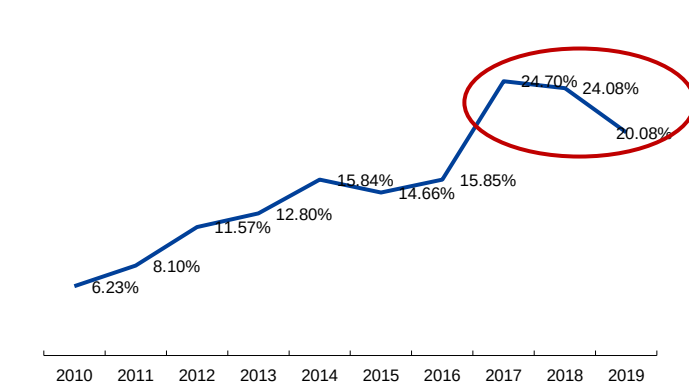
资料来源：香港保险业监管局，华金证券研究所

图 27：近十年来友邦在港的个人寿险新单保费（亿元）



资料来源：香港保险业监管局，华金证券研究所

图 28：近十年来友邦在港的个人寿险新单保费份额



资料来源：香港保险业监管局，华金证券研究所

香港发达的保险市场，也吸引着周边地区有着保险配置需求的客户。从香港地区的个险新单保费构成来看，离岸保费有着举足轻重的地位。近五年来，离岸保费平均贡献比重为 41.58%，细分公司来看，友邦的离岸保费贡献更高，近五年平均达 51.96%。2020 年，新冠疫情阻碍日常出行，社交频次及时长降低，对保险线下展业影响较大。2020 年前三季度全港个险新单离岸保费同比-58.51%至 156.74 亿元，占比同比-21.96pct 至 15.92%；友邦同比-81.31%至 16.22 亿元，占比同比-39.20pct 至 12.08%。离岸保费大幅下滑下在港险企纷纷加大大地业务开拓，全港个险新单在岸保费同比+33.63%至 827.62 亿元，友邦则同比+43.11%至 118.03 亿元。

图 29：近五年来香港地区个险新单保费构成（亿港元）

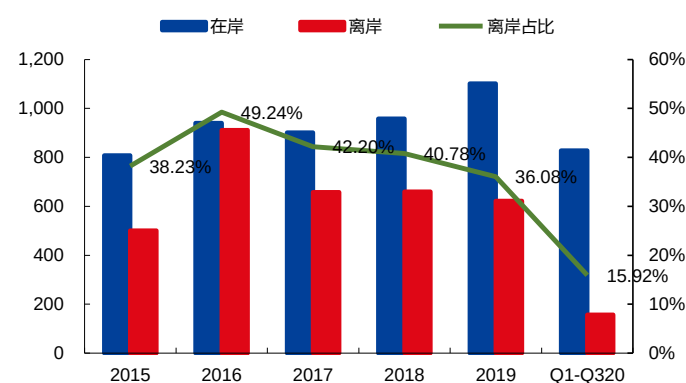
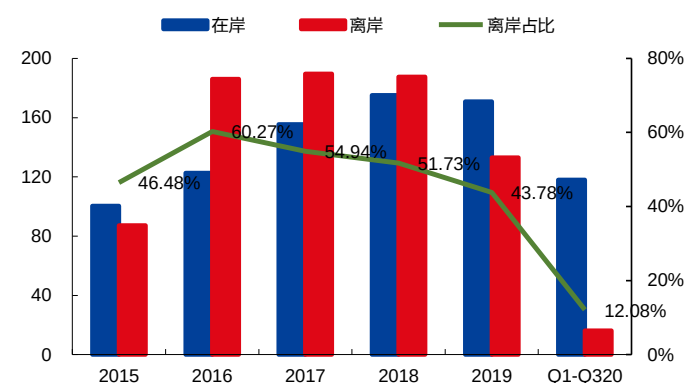
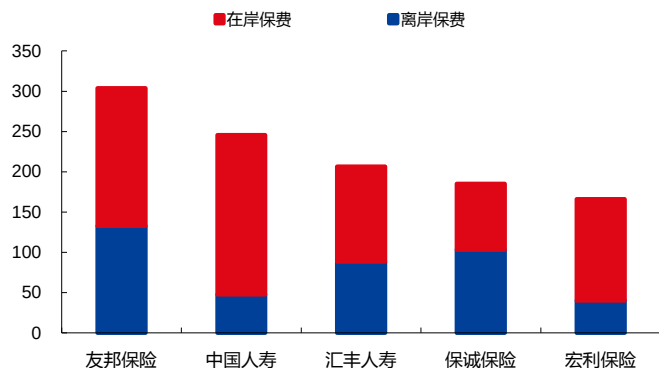


图 30：近五年来友邦香港个险新单保费构成（亿港元）



资料来源：香港保险业监管局，华金证券研究所

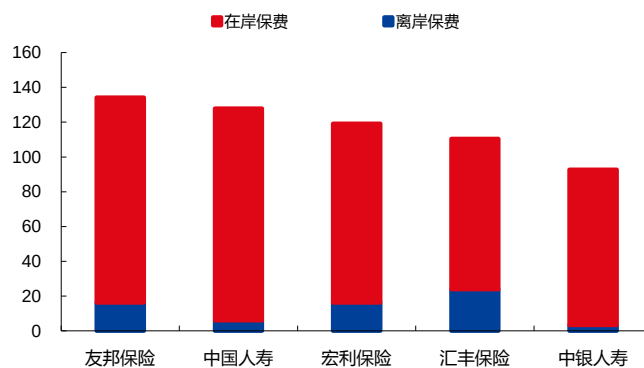
图 31：2019 年香港个险新单保费前五保费结构（亿港元）



资料来源：香港保险业监管局，华金证券研究所

资料来源：香港保险业监管局，华金证券研究所

图 32：2020 年前三季度香港个险新单保费前五保费结构（亿港元）

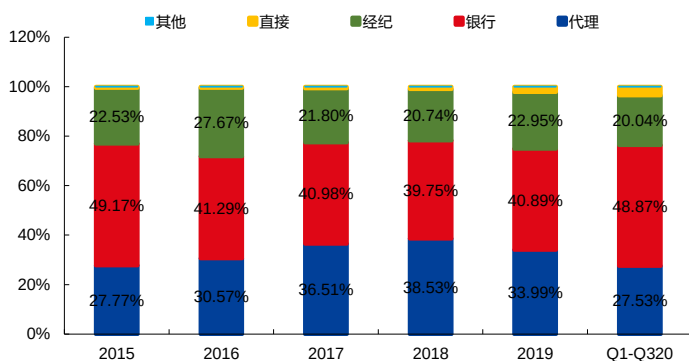


资料来源：香港保险业监管局，华金证券研究所

充分竞争格局下，头部险企自我强化效应愈发明显，亦十分有利于身为巨头的友邦在香港市场长远发展中的稳定性。其中有一个关键性的因素，渠道的延伸到底有多强。

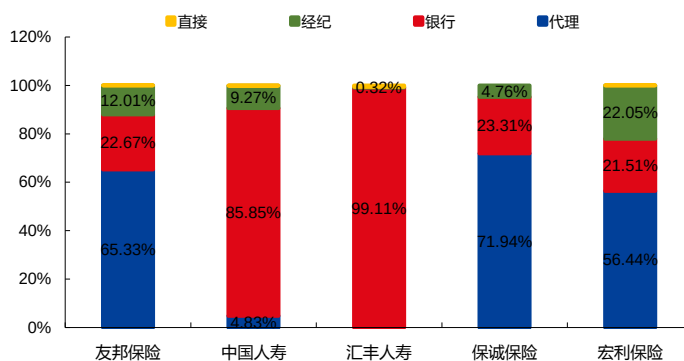
从保险的功能分析，无外乎储蓄和保障，简单储蓄类产品结合银行密集的网点可以实现快速铺设，而复杂的保障类或综合类产品则需要专业代理的销售，比如代理人。从香港地区个险新单保费分渠道贡献来看，银行、代理（不含银行）、经纪呈现三足鼎立局面。银行渠道保费贡献最多，占比 40% 以上，代理渠道和经纪渠道分别贡献约 3 成及 2 成保费。以 2020 年前三季度个险新单保费最高的前五大险企来看，汇丰人寿几乎纯走银保渠道，这与其银行系背景不无关系；友邦/保诚/宏利是随着香港保险市场成长壮大起来的老牌外资险企，主要依托代理人渠道，保诚代理渠道贡献保费高达 72%，友邦则为 65%；中国人寿进入香港市场时，缺乏渠道支撑与运营经验，依托中银香港、工银亚洲、交银港分及东亚银行等银行渠道快速实现终端客户触达，产品也多为短线、偏理产型产品，与银行渠道天然契合。

图 33：近五年来香港个险新单保费渠道构成



资料来源：香港保险业监管局，华金证券研究所

图 34：2020 年前三季度个险新单保费前五分渠道保费结构



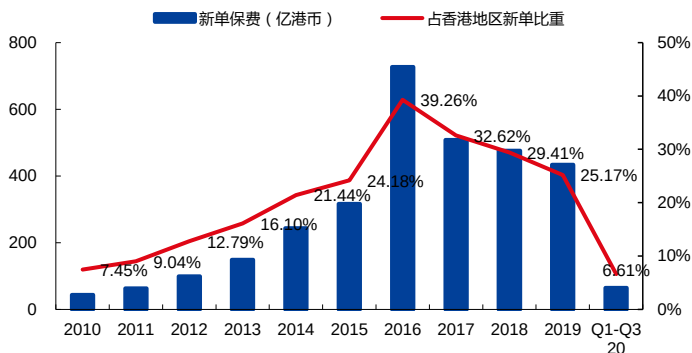
资料来源：香港保险业监管局，华金证券研究所

2、内地赴港购险热情压制，保险理财诉求占主导

离岸保险的快速扩张与短期大幅下滑离不开内地赴港购险的影响。内地赴港个险新单保费在 2016 年达到 726.88 亿港元的高点，占当年香港地区全部个险新单保费的 39.26%。可以说，内地访客近乎撑起了港险个险新单的半壁江山。2016 年 10 月份，银联停刷购买具有返还性质（含

现金价值)的港险,以往通过购买保险规避外汇管制的路径被纳入管辖,内地赴港购险保费下滑明显。2019年中,随着香港局势的进一步动荡,赴港购险需求受到压制,单季度新单保费下滑至百亿港币以下。2020年以来,新冠肆虐,尤其是海外疫情的失控,香港抗疫压力巨大。口岸管制及来回隔离近一个月的政策,赴港购险降至冰点,2020年二/三季度,内地赴港个险新单保费仅为8亿、3亿港币。2020年对内地赴港购险诚然是极限压力测试,随着疫苗问世,疫情缓解,暂时压制的保险需求回升,预期改善效应显现。

图 35: 内地赴港购买个险新单及占香港个险新单比重



资料来源: 香港保险业监管局, 华金证券研究所

图 36: 影响内地赴港购险的几大标志性事件(个险新单: 亿港币)



资料来源: 香港保险业监管局, 华金证券研究所

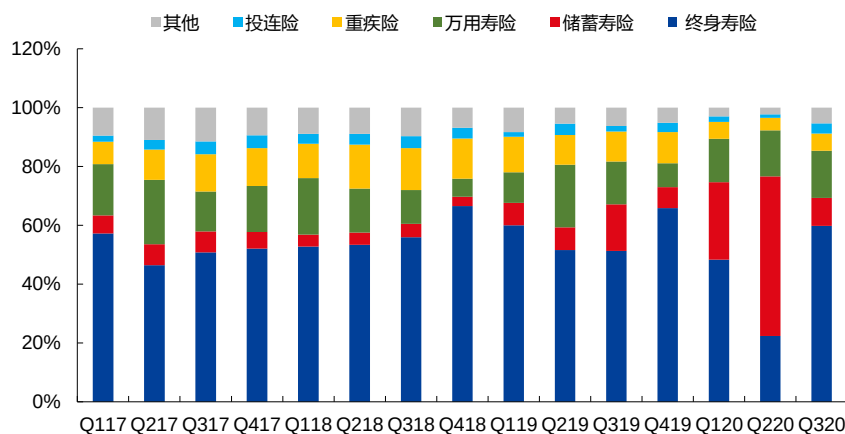
从细分险种来看,与传统认知内地中产赴港购买重疾险不同的是,数据显示,2019年以来重疾险在个险新单保费占比中,开始出现下滑,尤以2020年最为明显。这其中主要受到两方面因素影响:一是香港局势及疫情的影响,原先赴港购买重疾险的中产客户转而寻求内地险企;二是内地近几年移动互联网快速发展下,保险教育快速渗透进入城市新兴中产生活中,从供给端来看重疾险产品不断推陈出新,满足不同需求,而港险的复杂性愈发提升,吸引力相对下降。

具体来看,终身寿险+储蓄寿险个险新单保费占比基本维持在70%以上,万能寿险占比约为15%,其中如重疾险萎缩至6%。储蓄寿险为两全保险性质,多为“2 pay 5”短期储蓄险,该类产品的卖点是保证一定的回报率²,对险企的价值贡献小(规模贡献大,有产品年保费高达50w港币),并不是头部险企主流的产品,在2020年疫情影响下作为对冲保费下滑提升相对明显。

对于内地赴港购险的展望,我们认为外币配置及理财诉求仍会占据主导地位。从香港保险业监管局披露的数据中可以看出,以个险新单计算,2019年币种归类中,68%为美元保单,28%为港币保单,3%为人民币保单。刨除在岸保费以港币占比较高的因素,离岸保单多为美元保单。未来随着内地险企供给侧改革,保险意识不断提升,内地保障型险种的替换效应不容小觑,港险可能更多承担外币资产配置的角色。

² 富卫“三连息储蓄保险计划”人民币保单年利率曾达4%以上

图 37：终身寿险+储蓄险是内地赴港购买的主要险种（单季度占比）



资料来源：香港保险业监管局，华金证券研究所

（三）故里新途：内地“分改子”开启新征程

1、“分改子”终落地，异地展业迈向全国

随着我国全面放开人身险公司外资持股比例限制，外资控股人身险公司的设立纷纷提速。2019年12月，银保监会发文，放宽人身险公司外资持续比例至51%，2020年适时全面取消外资持股比限制，而此时内地仅有友邦中国为外资独资寿险公司（但为分公司性质），其他均为合资性质（外资最高持股比50%）。

2020年6月17日，银保监会批准原友邦保险有限公司上海分公司改建为友邦人寿保险有限公司；2020年8月18日，友邦人寿保险有限公司在上海正式开业。原友邦上海分公司改建为集团全资子公司，即友邦人寿，并对旗下四家分公司（分别位于广东、深圳、北京、江苏）的经营进行管辖。友邦广东分公司下辖东莞、江门两家支公司；北京分公司下辖天津、石家庄两家营销服务部。据主帅李源祥先生透露，日后友邦人寿将聚焦于人口密集且经济发达的省份或地区开设新的分支机构，这也体现了友邦一贯以来的专注高端市场服务于高净值人群的策略。“分改子”后，友邦还可以申请新资质，如投资不动产，另类资产等，友邦中国业务范围得到扩大。

图 38：友邦内地市场布局情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

友邦“分改子”获批后，两大核心领导也依次到岗：2020年6月1日，友邦集团首席执行官兼总裁——李源祥先生获批任友邦人寿董事长，原友邦中国 CEO——张晓宇先生任总经理。一位有着 30 多年保险从业经验，精通内地及亚太寿险市场运营，资历深厚；另一位则一路跟随公司成长，对公司各方面极其了解，带领公司驶上内地寿险发展的快车道，二人相辅相成。

表 8：友邦人寿核心高管个人简历

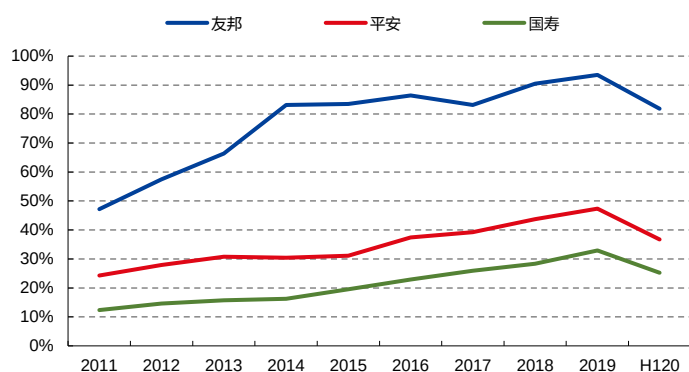
职务	姓名	年龄	个人履历
集团首席执行官兼总裁 友邦人寿董事长	李源祥	55 岁	1989-1992 任新加坡金融管理局资深专员 1993-1994 任新加坡保诚保险副经理 1994-1998 任英国保诚亚洲总办事处项目经理 1998-1999 任英国保诚香港分公司财务总监 1999-2000 任英国保诚台湾分公司资深副总裁 2000-2004 任信诚人寿保险总经理 2004-2005 任中国平安人寿保险公司董事长特别助理 2005-2007 任中国平安人寿保险公司总经理 2007-2010 任中国平安人寿保险公司董事长兼总经理 2010-2012 任中国平安人寿保险公司董事长 2012-2019 任中国平安集团总经理 2019.11 任友邦保险集团首席执行官兼总裁 2020.6 任友邦人寿董事长
友邦人寿总经理	张晓宇	43 岁	2000 年毕业于复旦大学，进入友邦中国后相继任首席市场官（CMO）、首席营销官（CAO）、首席业务执行官（CDO）；于 2017 年 6 月任友邦中国 CEO；2020 年 6 月出任友邦人寿总经理

资料来源：公司公告，华金证券研究所

2020 年之前，尽管受限于政策无法大范围展业，内地保费/利润已成为仅次于友邦香港的重要来源。如果说友邦保险的基本盘在香港，那么增长点就在内地。甚至我们预期，友邦内地的业务将逐步赶追并超越香港。内地市场庞大的中产阶级将有效支撑公司维持较高的新业务价值率 NBVM。过去分公司的体制，限制了友邦在内地的业务拓展，分改子后友邦中国有望成为友邦第一大保单贡献者。虽然面对内地市场龙头平安、国寿等企业的竞争，但相比之前，展业的区域限制打破，是增量利好。

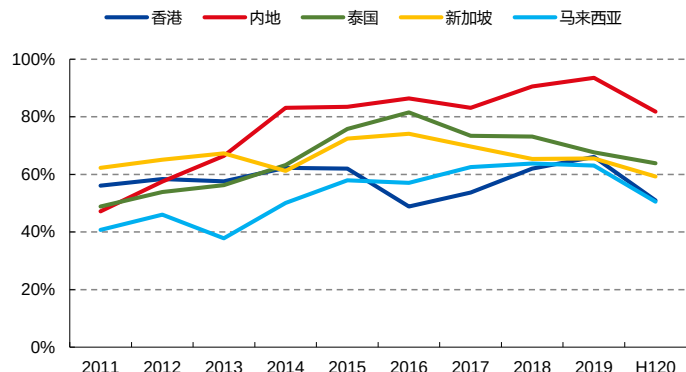
尽管友邦新业务价值 NBV 绝对规模不敌国寿、平安，但新业务价值率却远超同业，尤其是对内地 NBVM 形成碾压态势，究其原因是对应的客群不同，由此设计的产品价值率也有极大差异。先前展业的上海、北京、广东、深圳等地，高净值客户价格敏感度较低，公司主打的全佑系列重疾险产品，以打包保障为主要亮点，涵盖重疾、身故、老年长期护理等多重保障，产品较同业溢价 10%~30%。分改子后，扩张不再受约束的友邦人寿，也有望在经验丰富的老师李源祥的带领下再创佳绩。作为具有全球寿险企业旗下拥有最多 MDRT 会员的友邦也将继续在友邦人寿的发展中延续“最优代理人”策略带来的优势。

图 39：友邦中国 NBVM 与内地险企相比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

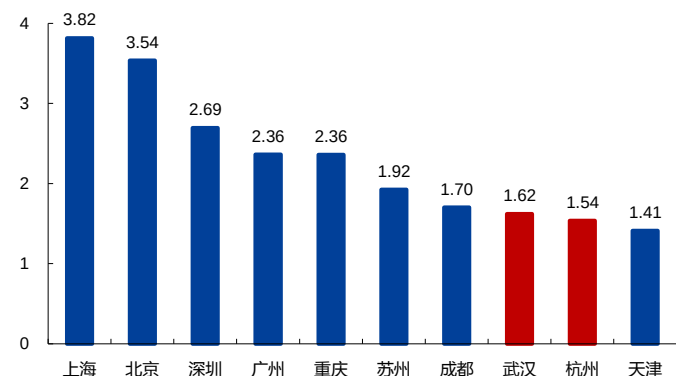
图 40：友邦分地区 NBVM 相比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

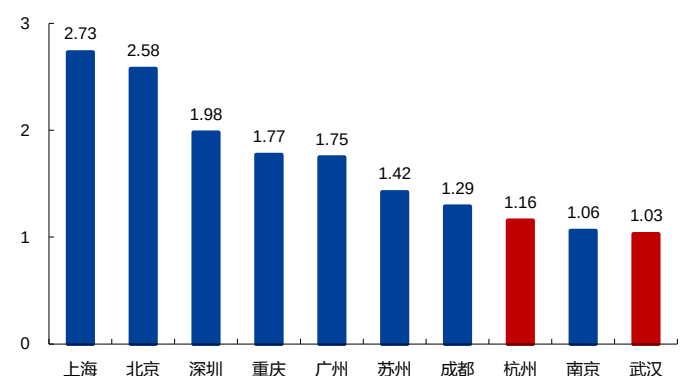
近 10 年来我国人身险市场扩张超 2 倍，CAGR 达 12%。2019 年中国内地人均 GDP 首次突破一万美元，已然步入保险资产扩张的关键阶段，保险业前景可观，即当人们生活质量提升时，会希望为财产、个人医疗、养老等人生大事添加保障。此外，我国一线城市、二线城市经济发展更加迅速，但保险密度相比于同等 GDP 地区较低，高净值人群激增的现象与友邦致力于高端市场的策略不谋而合。友邦人寿有望在存在保险需求缺口的经济发达地区开拓事业新版图，目前 GDP 排名前十的城市中只有重庆、武汉、杭州未设置任何支公司或营业部，四川分公司筹建后川渝地区完成覆盖，后续以武汉为代表的中部地区、杭州领衔的浙东发达地区，有望成为友邦接下来重点挖掘的市场。

图 41：2019 年 GDP 前十城市（万亿元）



资料来源：国家统计局，华金证券研究所

图 42：2020 年前三季度 GDP 前十城市（万亿元）



资料来源：国家统计局，华金证券研究所

四川分公司的获批筹建，标志着分支机构开设迈入实质性阶段。我们做一个简单测算，以友邦刚进入内地市场时在各分支机构的市占率作为参考，来估测在四川地区可能获得的保费空间。考虑到银保监披露的数据可追溯至 2005 年，同时友邦进入上海（1992）、广州（1995）、深圳（1999）时间较早，北京地区（2002）作为一线城市的可比性又较低。故我们选择江苏地区作为观察对象，江苏地区同样是人口大省，友邦于 2002 年 7 月设立苏州分公司，2006 年 7 月业务扩展至全省。2007-2011 年这五年友邦在江苏地区的平均保费市占率为 0.64%，其中 2008-2010 年为 0.54%/0.59%/0.58%。友邦刚开拓市场时市占率可能更低，我们取 0.5%为市场份额，总额取 2019 年四川省寿险保费 1565 亿元，则有 7.83 亿元的增量保费，相当于友邦内地 2019 年保费收入总额的 2.36%。

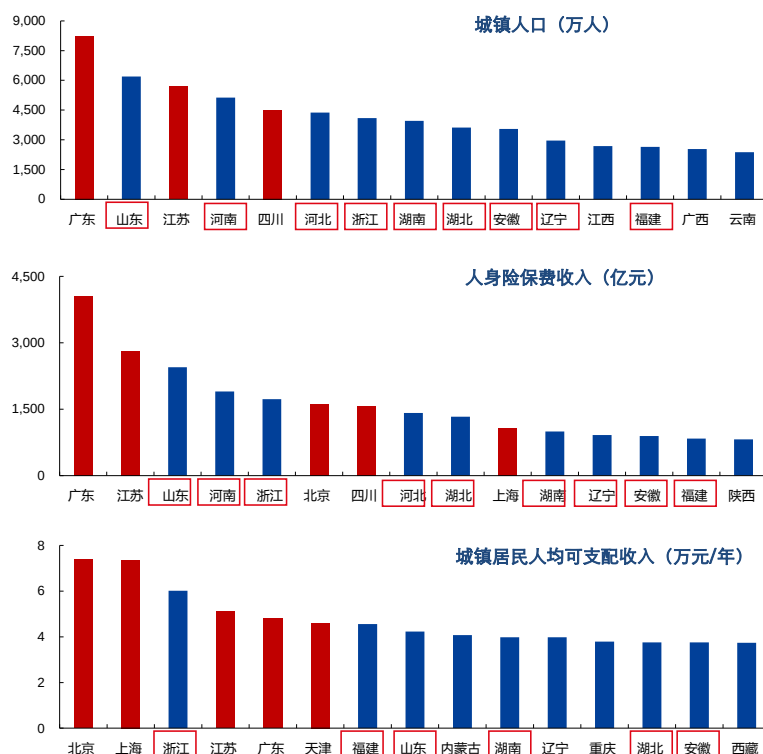
公司发展步步为营，增长稳定，尽管中国内地市场份额目前尚小（2020 年前 11 月累计保费占比 1.20%）。但自 2020 年内地分公司改子公司后，友邦有望在中国市场迅速扩张占据更多市场，并以其强大的产品文化粘性深入人心，如前文提到的大量与 AIA Vitality 捆绑的寿险产品，渗透入客户生活，帮助客户提高健康水平。

2、内地市场大有可为

（1）分支机构铺设的简单测算

“分改子”后友邦将加速在二三线省市的布局。我们参考 2019 年全国各省市城镇人口、人身险保费收入情况、城镇居民人均可支配收入，结合上文 GDP 前十城市中友邦未有布局之城市，综合探讨出目前潜在的友邦布局市场。通过下图可以看出，山东、湖北、浙江均是人口大省（城镇人口较多），且经济相对发达（城镇居民可支配收入位居全国前列），是友邦布局的潜在市场；其他如河南/福建/湖南/安徽/辽宁等，城镇居民可支配收入总量（城镇居民*人均可支配收入）位居全国前列，也均具备较大的保险市场挖掘潜力；河北受到京津的辐射较为明显（目前友邦北京分公司下辖石家庄营销服务部和天津营销服务部），不排除会单独设立河北分公司的可能。

图 43：2019 年各省市主要经济数据前 15 名



资料来源：国家统计局，银保监会，华金证券研究所

我们分悲观、中性、乐观三种情态分析，分别对应 2021-23 年每年新设 1、2、3 家分公司，优先级按照 1) 山东/浙江/湖北、2) 河南/湖南/河北、3) 辽宁/福建/安徽，再加上 2020 年新设的四川分公司，对 2021-23 年为友邦中国带来的增量保费收入做出估测。以 2020 年前述省份人身险保费为基数，取近三年 CAGR³，保费市占率我们仍取前文所述 0.5%。测算结果如下：

³ 2020 年人身险保费估测简单采用目前累计数据（多为前 11 月），剩下月度数据取去年同期数据；考虑到近几年人身险调整下保费增

表 9：三种情形下友邦中国分支机构开设带来保费收入（亿元）

	2021	2022	2023
四川	8.62	9.08	9.55
山东	13.67	14.78	15.99
浙江	9.94	10.95	12.06
湖北	7.67	8.52	9.47
河南	10.06	10.72	11.43
湖南	5.46	5.97	6.53
河北	7.56	8.02	8.50
辽宁	4.52	4.46	4.41
福建	6.10	6.99	8.01
安徽	4.38	4.61	4.86
三情形测算保费收入			
悲观	22.29	34.80	47.07
中性	32.22	54.05	73.53
乐观	39.89	68.04	90.81

资料来源：银保监会，华金证券研究所

从上表来看，中性情形下友邦在 2021-23 年可获取的保费分别为 32.22/54.05/73.53 亿元，分别占 2019 年友邦内地总保费的 9.73%/16.31%/22.19%。远景来看，若友邦完成全国布局，以中性情形每年 2 家计算则需要 13 年（至 2033 年）。我们以 3% 的市占率（友邦目前分支机构所在区域的平均市占率）计，全国人身险公司总保费收入至 2033 年达 6 万亿（年增长约 5.5%），届时友邦中国年保费收入达 1800 亿元，对比 2019 年 331 亿元，CAGR 达 13%。

（2）高端市场前景广阔

我们在保险行业 2021 年度策略中曾论述过，保险高端市场业已成为头部险企抢占的利润高地，此类市场客户品牌忠诚度高，对保险背后的医疗和康养资源更加关注，价格敏感度也更低，由此可以产生更多的溢价，带来更多的利润。

图 44：高净值人群主要投资金融资产现状和趋势

	2016	2017	2019	2020	未来一年增加	未来一年减少	未来一年不变
存款（储蓄和现金）	68%	66%	41%	86%	35%	23%	42%
股票	51%	59%	63%	81%	50%	20%	30%
基金	38%	42%	49%	78%	64%	8%	27%
保险	36%	37%	31%	57%	64%	4%	33%
理财产品	25%	21%	15%	51%	39%	22%	39%
债券	33%	46%	31%	45%	38%	19%	43%
信托	16%	21%	18%	28%	33%	30%	38%
贵金属（黄金等）	12%	21%	15%	22%	51%	13%	36%
VC/PE（风投/股权投资）	14%	21%	15%	18%	36%	18%	47%
期货（原油等）	3%	20%	10%	12%	31%	24%	45%

资料来源：《2020 中国高净值人群需求管理白皮书》（中信银行，胡润百富），华金证券研究所

中国内地保险高客市场的发展,得益于城市新兴中产阶级的壮大,特别是高净值人群的增长。疫情无疑加大了高净值人群对健康风险管理意识的提升,由中信银行私人银行牵手胡润研究院联合发布的《2020 中国高净值人群需求管理白皮书》亦显示,疫情后高净值人群金融投资热情较去年提升 67%,其中保险投资热情提升 57%。

我们拟定量测算高客市场(包含高净值客户)空间,首先我们需定义何为高客。麦肯锡于 2019 年发布的报告中,展现出中国中等收入人群规模演变趋势,将家庭按照年可支配收入分为不同等级,其中“大众富裕”及以上家庭 2018 年占比 10.88%。同时我们参考胡润百富发布的《2018 中国新中产圈层白皮书》,将其北上广深一线城市年收入 30 万以上,其他城市 20 万以上的家庭定义为中产阶层。我们将“大众富裕”作为高客市场门槛,采取其 10.88%的城市人口占比权重。其次,我们采用《国家人口发展规划(2016-2030 年)》中,14.5 亿人口与 70%城镇化率重叠,即 10.15 亿城镇人口为基数。其中理论高客占比 10.88%,即为 1.10 亿人。但考虑到此处以家庭为单位计,我们采用第六次全国人口普查的户均 3.02 人次作为家庭人数,其中一人为不参与保险配置的老人或儿童,所以最终的高客估计有 $1.10 \times (2/3) = 0.7362$ 亿人。

表 10: 中国中等收入人群规模演变趋势

	家庭年可支配收入(参照 2018 年人民币实际价值)	2010 年中国城市人口达 标数量(单位:百万)	2018 年中国城市人口 达标数量(单位:百万)
全球富裕	>39w	6	16
富裕	29.7w~39w	3	10
大众富裕	19.7w~29.7w	10	63
宽裕小康	13.8w~19.7w	34	311
小康	7.9w~13.8w	403	257
新晋小康	4.9w~7.9w	134	89
温饱		79	72
宽裕小康及以上人口占比		8%	49%

资料来源:麦肯锡,华金证券研究所

接下来测算人均保费,以香港作为参考对象,实际上香港地区作为高度发达的经济体,我们可以将其整体看作为高客市场。目前我国保险发展程度(保险密度/人均可支配收入)类似 2003 年的香港,以彼时香港人均年缴人身险保费 1.55 万港币作为参考(即时汇率下为 1.64 万元人民币)。综合测得我国人身险高客市场潜在空间为 $0.7362 \times 1.64 = 1.21$ 万亿元。

而对应到友邦内地,考虑到近五年来,友邦现有内地分支机构所在区域的保费市占率为 3%。同时,我们也假设友邦开拓的均为高客市场,而高客人群占全部人群的 6.38%⁴。即友邦在高客市场的市占率为 $3\%/6.38\% = 47\%$,显然看起来不太合理,这是因为友邦现有分支机构展业的区域均为经济发达地区,高客人群占比高于全国平均水平的 6.38%,故 47%有所偏高。若现有分支机构高客人群占比 10%,则得友邦在高客市场的理论占有率为 $3\%/10\% = 30\%$ 。我们采用 30%的市占率,则得友邦在高客市场的保费空间达 3630 亿元,约为 2019 年内地保费收入的 10 倍。

与前一章节相比,3630 亿元的保费空间显得过高,这主要是测算路径不一致。前述章节的假设条件中,至 2033 年人身险保费仅为 6 万亿元,人身险密度仅位于 4000~5000 元。而本节

⁴ 以 2018 年高客人群 8900 万与全部人口 13.95 亿人相比,得 6.38%

的一个重要假设是友邦在高客市场市占率 30%，且高客市场人身险密度为 1.64 万元。综合来看，我们认为稳定情形下，即友邦完成内地市场的覆盖，增量保费在 2000~3000 亿是可期的。

五、估值分析与投资建议

（一）香港市场短期承压、内地或给予厚望

友邦经营纯人身险业务，业务分布于泛亚地区，每个区域的保险发展程度、监管环境、竞争格局各异。从友邦目前展业的两大核心区域看：1）香港地区是发展最为成熟的市场，友邦目前在个险新单 20%左右的市占率徘徊。2）中国内地人身险前景广阔，友邦“分改子”突破异地展业限制，迎来增量利好，长期测算空间在 2000~3000 亿保费。

虽然全球经济处于恢复中，但疫情的阴霾并未散去。随着北半球冬季的到来，抗疫形势似乎又严峻起来；新冠疫情在英国出现变种，传播效率大幅提升 70%。鉴于此，我们对明年仍维持相对保守估计。预计 2020 年 NBV 同比-31.23%，对应新单保费增速为-18.54%，2021-23 年 NBV 同比增速为 32.56%/26.93%/24.41%，对应新单保费增速则为 21.23%/22.10%/23.13%。

- **香港地区：**保险业高度发达，就保险密度和深度来看短期可挖掘的空间有限。弹性仍在离岸保费方面，尤其是以大陆影响最为明显。随着内地保险业不断规范化发展，中低端产品性价比提升，高端产品更加注重增值服务，香港保险的吸引力相对下降，但仍然是重要的资产配置环节。短期来看，受香港局势及疫情防控承压更为明显，新单增速不容乐观。2020 年前三季度友邦香港地区个险新单中，离岸保费同比大幅下滑 81%；在岸业务弥补部分缺口，同比+43%。我们预计，2020 年友邦香港 NBV 同比-52.48%，对应新单增速同比-38.10%。2021 年在低基数及疫情缓解下迎来改善，预计同比增速为 37.64%/28.97%/24.52%，2021 年新单恢复至 2019 年的 85%。
- **中国内地：**政策暖风频吹，2020 年以来监管多次发声，鼓励大力发展“大病医保”及“养老第三支柱”。长期来看，人身险市场拓展大有可为，我们期待“十四五规划”细则中有更具体的指引和支持政策。短期来看，国内面临的输入型疫情压力仍是最大的不确定性因素。但 2020 年已经进行了极限压力测试，且疫苗已经面市，再次出现类似年初大规模封城及居家隔离的可能性较小。2020 年前 11 月内地保费同比+18.32%，我们预计全年同比+18%。考虑到内地近三年 CAGR 约 25%，假设不考虑新设机构下内地 2020 年保费增速 18%；同时 2021-23 年中性情形下每年开设 2 家分支机构，按照上文贡献的保费，得 2021-23 年保费同比增速为 22.16%/24.14%/27.28%。考虑到新设机构的新单效应，对应 NBV 新单保费同比增速分别为 32.18%/31.40%/31.60%。

表 11：香港及内地 FYP 及 NBV 预测（百万美元）

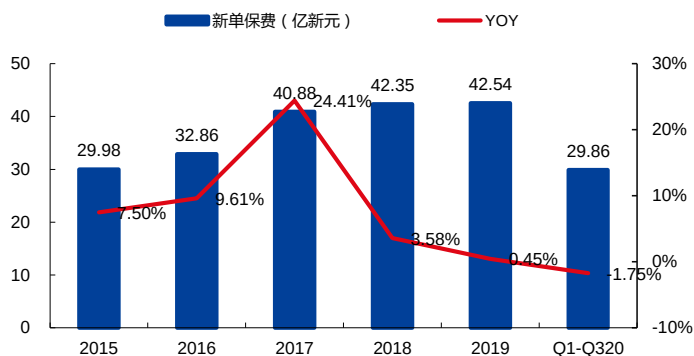
NBV	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
香港	17.12	16.21	7.70	11.44	16.09	20.04
内地	9.65	11.67	9.91	13.58	17.85	23.49
NBV-YOY	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
香港	23.70%	-5.32%	-52.48%	48.49%	40.70%	24.52%
内地	33.10%	20.93%	-15.05%	37.01%	31.40%	31.60%
FYP	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
香港	27.93	23.93	14.81	20.39	26.30	32.74
内地	10.98	12.48	12.25	16.23	21.35	28.15

NBV	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
FYP-YOY	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
香港	-1.97%	-14.32%	-38.10%	37.64%	28.97%	24.52%
内地	13.43%	13.66%	-3.12%	32.18%	31.40%	31.60%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

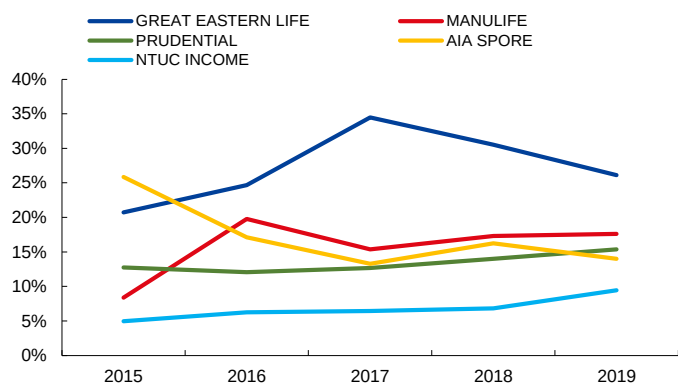
新马泰地区常年贡献较为稳定的业绩（NBV、利润等核心指标），公司在三地的 NBV 增速近几年趋于平缓。核心原因在于三地新单增长趋缓，且公司进入多年（均已超过 70 年展业经验），本土化运营策略成熟，公司价值增长与当地人身险市场发展走势高度统一。以新加坡为例，H120 新加坡新单保费同比-12.97%，主要系 Q2 同比-32.94%；其中友邦新加坡上半年 NBV 同比-26.59%（Q1 公告披露正增长）。Q320 新加坡新单保费同比+19.08%至 13.25 亿新元（环比+90.56%），显示出经济回暖/疫情缓解下，保险业务反弹的态势，我们判断友邦新加坡亦实现 NBV 同比增速回正。考虑到疫情的影响，以及近几年新马太新单保费增速趋缓，我们给出新马泰 2021 年 NBV 增速分别为 19.17%/18.97%/18.21%，对应新单保费增速 10%/10.32%/9.12%。

图 45：新加坡新单保费近几年增长乏力



资料来源：新加坡寿险业协会，华金证券研究所

图 46：新加坡个险新单保费中友邦市占率第四



资料来源：MAS，华金证券研究所（注：不含年金）

我们认为，友邦未来很长一段时间看点在内地市场。李源祥先生在内地工作多年，在平安丰富的履历以及长期一线调研，使得其对内地市场有着独到的理解。公司重金挖角李源祥先生，一方面是出于对其专业水平的认可，另一方面，更多的是考虑借内地保险业开放，友邦趁势扩张，亟需了解内地市场，并兼具国际视野的职业经理人来掌舵。乘内地人身险“十四五”之春风，公司有望迎来新一波成长。

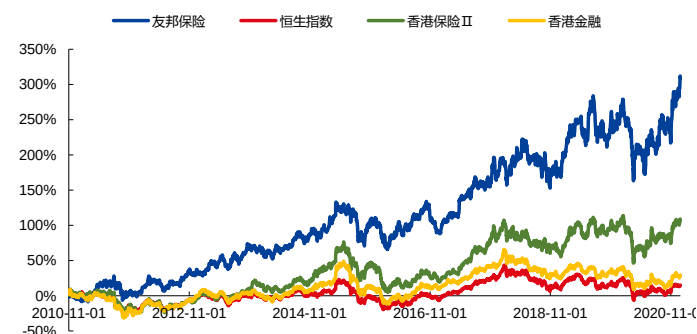
（二）可比公司中盈利能力更强，估值溢价更高

上市十年以来，凭借着出色的业务运营及盈利能力，持续受到资本市场的认可。至 2020 年 12 月 31 日，上市以来累计涨幅达 312%，远高于香港保险指数的 111%、金融指数的 31%、以及恒指的 18%。公司股票平稳上涨，期间月度回撤只有四次在 10%~20%，且后续均迎来较大幅度反弹，股价修复能力较强。同时公司估值表现极为平稳，目前估值中枢稳定抬升到 1.7x 左右。公司持续受到资本市场的认可，在于其出色的寿险运营。上市以来，公司内含价值 EV 由 2011 年的 272.39 亿美元增长至 2019 年的 619.85 亿美元，CAGR 达 11%；新业务价值 NBV 则由 9.32 亿美元增长至 41.44 亿美元，CAGR 达 21%。个险新单香港市占率持续提升并稳坐行业首位，

⁵ 新加坡国内生产总值 Q320 国内 GDP 同比+7.9%（Q220 同比-13.2%）

内地业务迅猛发展，NBV 贡献度逼近香港等等。友邦精细的保险运作收获了业绩的同时，自然也得到市场的认可。

图 47：公司上市以来累计涨幅达 312%



资料来源：wind，华金证券研究所

图 48：公司 P/EV 长期稳定在 1.5x 以上（上市以来平均 1.69x）

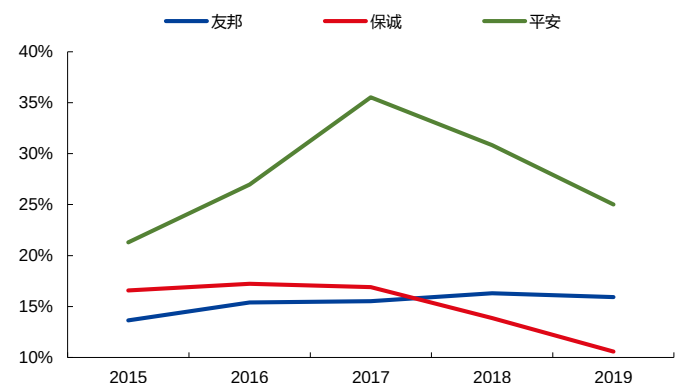


资料来源：wind，华金证券研究所

与同业相比，友邦享受明显的估值溢价，主要在其寿险盈利能力更强且更稳定。我们选取友邦在内地和港岛的竞争对手，平安和保诚来进行比较，三者均在香港上市。三家公司经营的区域有所不同，友邦是泛亚地区经营，保诚则是横跨亚洲、欧美及非洲，平安主要在内地展业。从估值比较来看，友邦 P/EV 较平安有 80%以上的估值溢价，较保诚更是高达 1 倍以上。这里的 EV 我们采用披露数字，可能存在精算假设方面因素的扰动。保诚 P/EV 较低的原因，还在于其在欧美主要销售年金为主，利源结构更偏向于利差及少许费差，受利率波动影响大。此外其欧美业务相较亚洲地区缺乏挖掘潜力。

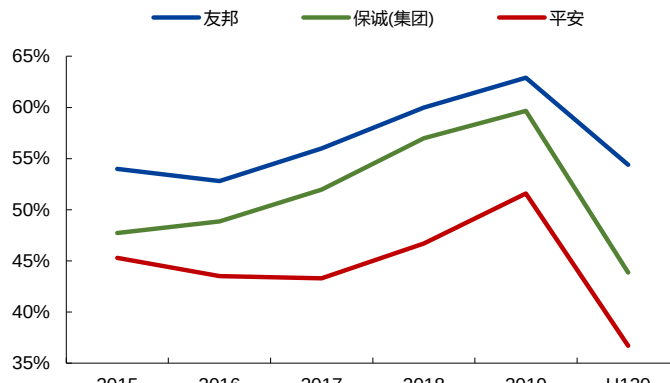
ROEV 的走势及 NBVM 绝对值的高低更值得去关注。就 ROEV 来看，友邦并未有明显的领先优势，近五年其 ROEV 基本维持在 16%，保诚近两年来滑落至 10%左右；平安表现较为出色，2018 年虽有下滑，但仍保持在 20%以上。另一方面来看，友邦的 NBVM 更高，且其 NBVM 保持在 80%以上的内地业务已经打破异地展业限制。

图 49：友邦/保诚及平安寿险 ROEV 对比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 50：友邦/保诚⁶及平安 NBVM 对比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

⁶ 保诚 2019 及 H120 为亚洲部分+美国部分合并数据

图 51: 友邦/保诚及平安 P/EV 对比 (均为 H 股)



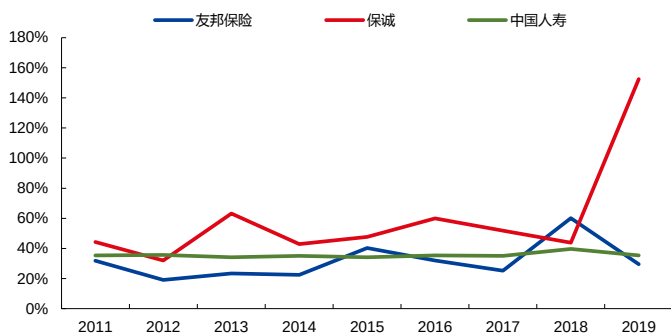
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所 (注: 保诚 2020 年无 EV 预测数据, 为统一口径取披露 EV, 2020 年选取至年中披露数据)

(三) 持续稳定的增长给予市场信心

公司扎根泛亚地区, 多年以来平稳运营, 风格保守, 从险企的运行机制来看, 更利于长远发展。上市以来, 公司 NBV 增速常年保持在 20% 以上。2018 年公司 NBV 增速下滑至 20% 以下, 主要系马来西亚等市场扰动影响, 但公司增长基本盘香港地区依旧稳固, 核心驱动内地市场仍保持 30% 增速, 投资者并未对此次下滑给予更大的悲观态度。2019 年以来, 受香港地区社会政治经济环境的影响, 以及新冠疫情的爆发, 公司 NBV 增长陷入停滞甚至下滑。随着新冠疫情的影响边际钝化, 尤其是内地分改子的实施, 给予市场重振的信心。

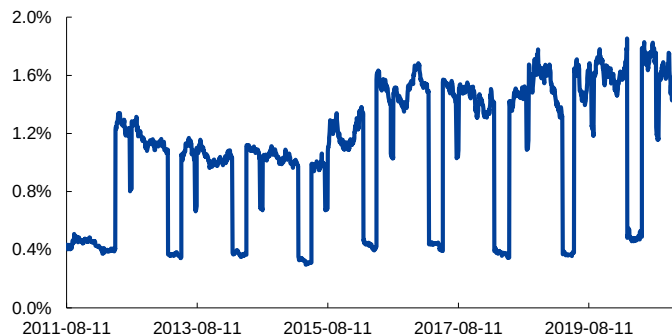
从分红水平来看, 公司的分红水平并无过人之处。与香港另一保险巨头保诚相比, 公司分红率长期处于下风, 而与同是寿险业的内地寿险龙头国寿相比, 也无明显优势。由于保险公司利润波动较大, 公司分红率也呈现出一定波动, 总体分红水平在 20%~60% 不等, 如果以内含价值营运利润作为分母, 则基本稳定在 20%~23%。从股息率角度来看, 公司股价平稳上涨, 对股息率造成一定压制, 股息率 (TTM) 在 1% 上下波动。

图 52: 公司分红率比较



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 53: 友邦股息率 (TTM)



资料来源: wind, 华金证券研究所

我们尝试用 DDM 来推导公司估值，考虑到公司派息占内含价值营运利润比例较为稳定，以内含价值营运利润的增长为推导第一步。公司内含价值营运利润增长平稳，波动较小，近三年、五年，乃至上市以来的 CAGR 均为 14%。同时，股息占比取上市以来平均值 21%。在 DDM 三阶段中，高速增长阶段为我们前文所述的内地展业铺设期，即直到 2033 年；其中前五年为较高增长阶段，假设内含价值营运利润增速为 14%，我们在前文预测的人口大省/经济大省及保费大省的铺设亦在五年内完成。2026-33 年完成内地剩余省市的拓展，实现年 10%的内含价值营运利润增长。2034-53 年为过渡阶段，内含价值营运利润以每年 0.4%的增速缩减；2054 年起为永续增长阶段，增速为 2%。

其他核心参数方面，无风险收益率取香港十年期政府债收益率 0.779%（2020 年 12 月 31 日收盘），近十年来⁷以来贝塔值为 1.02，市场预期回报率取近十年恒生指数年化回报率 4.76%。综合得出，友邦的目标市值为 1959.46 亿美元，按照 2020 年 12 月 31 日汇率结算，得 125.66 港元/股，距 31 日收盘价尚有 27.51%空间。

表 12：友邦 DDM 推导表

		内含价值营运利润 (亿美元)	YOY	股利(亿美元)	分红率	股利贴 现系数	股利贴现值 (亿美元)
高速增长阶段 1	2020E	73.82	-15.0%	15.50	21%	1.00	15.50
	2021E	84.16	14.0%	17.67	21%	0.95	16.73
	2022E	95.94	14.0%	20.15	21%	0.90	18.06
	2023E	109.37	14.0%	22.97	21%	0.85	19.49
	2024E	124.68	14.0%	26.18	21%	0.80	21.03
	2025E	142.14	14.0%	29.85	21%	0.76	22.69
高速增长阶段 2	2026E	156.35	10.0%	32.83	21%	0.72	23.63
	2027E	171.99	10.0%	36.12	21%	0.68	24.61
	2028E	189.19	10.0%	39.73	21%	0.65	25.63
	2029E	208.11	10.0%	43.70	21%	0.61	26.68
	2030E	228.92	10.0%	48.07	21%	0.58	27.79
	2031E	251.81	10.0%	52.88	21%	0.55	28.94
	2032E	276.99	10.0%	58.17	21%	0.52	30.13
	2033E	304.69	10.0%	63.98	21%	0.49	31.38
过渡阶段	2034E	333.94	9.6%	70.13	21%	0.46	32.56
	2035E	364.66	9.2%	76.58	21%	0.44	33.65
	2036E	396.75	8.8%	83.32	21%	0.42	34.66
	2037E	430.08	8.4%	90.32	21%	0.39	35.57
	2038E	464.48	8.0%	97.54	21%	0.37	36.37
	2039E	499.78	7.6%	104.95	21%	0.35	37.04
	2040E	535.77	7.2%	112.51	21%	0.33	37.59
	2041E	572.20	6.8%	120.16	21%	0.32	38.01
	2042E	608.82	6.4%	127.85	21%	0.30	38.28
	2043E	645.35	6.0%	135.52	21%	0.28	38.42
	2044E	681.49	5.6%	143.11	21%	0.27	38.40
	2045E	716.93	5.2%	150.55	21%	0.25	38.25
	2046E	751.34	4.8%	157.78	21%	0.24	37.94

⁷ 2010.01-2020-12，几乎等同于友邦上市以来时间段

	2047E	784.40	4.4%	164.72	21%	0.23	37.50
	2048E	815.77	4.0%	171.31	21%	0.22	36.92
	2049E	845.14	3.6%	177.48	21%	0.20	36.21
	2050E	872.19	3.2%	183.16	21%	0.19	35.37
	2051E	896.61	2.8%	188.29	21%	0.18	34.43
	2052E	918.13	2.4%	192.81	21%	0.17	33.37
	2053E	936.49	2.0%	196.66	21%	0.16	32.22
永续阶段	2054E		2.0%		21%		904.41
核心参数与结果							
	目标市值（美元）	1959		市场预期回报率	4.76%	无风险收益率	0.78%
	目标股价（港元）	125.66		风险溢价	3.98%	BETA	1.02

资料来源: wind, 华金证券研究所

综上,我们认为投资者对友邦的信赖,很大程度上是对未来持续盈利的预期较强。尤其是在内地分改子之后,有望一扫近两年新业务价值 NBV 增长的颓势。目前(2021 年 1 月 6 日收盘价)公司对应 2020E P/EV 2.28x, 首次覆盖, 给予买入-A 评级。

风险提示

行业风险

1) 2020 年新冠疫情的确给保险线下展业造成巨大的冲击，内地同业平安/国寿/太保/新华等均受到不同程度影响，新单受挫/价值率下滑等。面对可能的冬季疫情反扑，代理人线下展业仍面临着较大的不确定性，对以代理人渠道为核心的友邦影响不容小觑，尤其是香港的自由贸易港位置承受的抗疫压力巨大。

2) 经济复苏的节奏决定着保险消费的需求，诚然，风险能促进普通民众保险意识的提升。但从可选消费的角度来说，经济若不景气，保险消费也会受到影响，对友邦影响较大的主要集中在中端消费者，友邦较高的件均保费可能会压制需求。

3) 经济不景气导致资产端承压，优质资产稀缺，对久期的匹配压力也会加大。

公司风险

1) 作为给予厚望的内地市场，开设分支机构不可避免的与头部险企如平安、国寿等展开竞争，如何抢占市场也值得持续关注。

2) 疫情影响+香港局势的不稳定，导致内地赴港购买保险人数大幅下滑，香港市场保费收入受到影响。

3) 近一两年中介平台的崛起，重疾险乃至全品类险种的比较分析，公司相对高昂的产品价格引发一定的争议，部分潜在消费客群可能会有所动摇。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表（百万元）						资产负债表（百万元）					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净保费收入	31,913	32,611	33,760	35,864	39,092	货币资金					
投资回报	4,077	14,350	9,650	13,189	15,217	买入返售金融资产					
营业收入	36,297	47,242	43,711	49,353	54,609	按公允价值计入损益金融资产	66,265	84,425	100,432	120,063	143,531
退保金						贷款及存款	7,392	10,086	11,159	13,340	15,948
保险及投资合约给	26,383	33,400	30,822	34,337	38,016	可供出售债务证券	112,485	138,852	167,386	200,105	239,218
提取保险责任准备						持有至到期投资					
保户红利支出						长期股权投资	610	615	735	861	994
手续费及佣金支出	4,136	4,283	4,418	4,578	4,990	资产合计	229,806	284,132	339,377	404,967	481,520
业务及管理费	2,366	2,468	2,623	2,714	2,730	投资合约负债	7,885	12,273	15,955	20,741	26,964
营业支出	32,127	39,339	37,035	40,716	44,669	保险合同负债	164,764	189,597	236,996	284,396	341,275
营业利润	4,170	7,903	6,676	8,637	9,940	未决赔款准备金					
税前利润	4,221	7,716	6,470	8,411	9,691	寿险责任准备金					
所得税	944	1,208	1,423	1,850	2,132	长期健康险责任准备金					
净利润	3,226	6,687	5,244	6,777	7,797	应付保单红利					
归属于母公司股东	3,163	6,648	5,165	6,676	7,680	负债合计	190,400	226,176	280,242	342,821	415,757
少数股东损益	63	39	79	102	117	股本	14,073	14,129	14,135	14,135	14,135
险企财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	归属母公司所有者权益合计	39,006	57,508	58,549	61,530	65,112
EPS(元)	0.26	0.55	0.43	0.55	0.64	少数股东权益	400	448	585	615	651
BVPS(元)	3.23	4.76	4.84	5.09	5.38	所有者权益合计	39,406	57,956	59,134	62,145	65,763
EVPS(元)	4.51	5.13	5.38	6.19	7.12	内含价值（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
PE(X)	46.38	22.22	28.73	22.23	19.32	调整后净资产	24,637	28,241	28,489	28,251	29,854
PB(X)	3.76	2.57	2.53	2.41	2.28	扣偿后有效业务价值	29,880	33,744	35,555	41,484	46,598
P/EV	2.69	2.38	2.28	1.98	1.72	内含价值	54,517	61,985	64,044	69,735	76,452
						一年新业务价值	3,955	4,154	2,857	3,787	4,807

偿付能力充足率（

资料来源：wind，华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

崔晓雁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn